

YILDIZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

132646

FİNANSAL KRİZLERİN KARŞILAŞTIRMALI BİR İNCELEMESİ:
MEKSİKA-BREZİLYA ve ARJANTİN

132646

Endüstri Müh. Mehmet Erduran DİNÇER

SBE Ekonomi Anabilim Dalında
Hazırlanan

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Tez Danışmanı : Prof. Dr. Sema KALAYCIOĞLU

İSTANBUL, 2003

YILDIZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İÇİNDEKİLER

Sayfa

GRAFİK LİSTESİ.....	i
TABLO LİSTESİ.....	ii
ÖNSÖZ.....	iii
ÖZET.....	iv
ABSTRACT.....	v
1. GİRİŞ.....	1
2. FİNANSAL KRİZLERİN TEORİK OLARAK İNCELENMESİ.....	4
2.1 Finansal Krizleri Açıklamaya Yönelik Yaklaşımlar.....	4
2.1.1 Aşırı Borç Birikimi.....	4
2.1.2 Parasalcı Yaklaşım.....	6
2.1.3 Asimetrik Bilgi Yaklaşımı.....	6
2.2 Finansal Kriz Türleri.....	10
2.2.1 Para Krizleri.....	10
2.2.1.1 Birinci Nesil (Kanonik) Para Krizi Modeli.....	10
2.2.1.2 İkinci Nesil Modeller.....	12
2.2.2 Bankacılık Krizleri.....	17
2.2.2.1 Bankacılık Krizlerinin Nedenleri.....	17
2.2.2.1.1 Kredi Riski ve Bankacılık Krizleri.....	17
2.2.2.1.2 Likitide Riski ve Bankacılık Krizleri.....	18
2.2.2.1.3 Fiyat Riski ve Bankacılık Krizleri.....	18
2.2.2.1.4 Döviz Kuru Riski ve Bankacılık Krizleri.....	18
2.2.2.1.5 Finansal Liberizasyon ve Bankacılık Krizleri.....	19
2.2.2.2 Para Krizi – Bankacılık Krizi İlişkisi.....	20
2.2.3 Sistemik Finansal Krizler.....	22
2.2.4 Dış Borç Krizleri.....	22
2.3 Krizlerin Öncü Göstergeleri.....	23
3. FİNANSAL KRİZLERİN İNCELENMESİNDE ÇARPICI ÖRNEKLER: LATİN AMERİKA FİNANSAL KRİZLERİ.....	27
3.1 Meksika'daki Finansal Krizler.....	30
3.1.1 1987-88 İstikrar Programı Öncesi Gelişmeler.....	30
3.1.2 Meksika 1987-88 İstikrar Programı.....	32

3.1.3	Tequila Krizi (1994).....	36
3.1.4	Tequila Krizinin Nedenleri.....	37
3.1.4.1	Meksika Mal Piyasalarının Dışa Açılması ile Artan Cari İşlemler Açığı.....	37
3.1.4.2	Meksika'da Yurtiçi Tasarruflardaki Azalmanın Cari Açıklar Üzerine Etkisi ..	38
3.1.4.3	Enflasyondaki Düşüşün Olması Gerekenden Yavaş Olması ve Reel Kurun Değerlenmesi.....	39
3.1.4.4	Meksika'da Kırılgan Bankacılık Yapısı.....	40
3.1.4.5	1994 Yılındaki Sosyal - Politik Gelişmelerin Tetikleyici Etkisi.....	42
3.1.4.6	ABD'de Faiz Oranlarındaki Değişimin Meksika'ya Etkisi.....	44
3.1.5	Tequila Krizi Sonrası Mali Yardım.....	45
3.1.6	Meksika'da Kriz Sonrası Alınan Önlemler ve İzlenen Politikalar.....	46
3.2	Brezilya'daki Finansal Krizler.....	49
3.2.1	Brezilya Ekonomisinde 1981-93 Dönemi.....	49
3.2.2	Brezilya'da 1993 Sonrası Dönem: Real Plan.....	52
3.2.3	Brezilya'da 1999 Krizinin Nedenleri.....	60
3.2.3.1	Brezilya'nın Kamu Açıkları.....	60
3.2.3.2	Brezilya'nın Olumsuz Borç Profili.....	60
3.2.3.3	Brezilya'da Kısıtlı Yurtiçi Sermaye.....	61
3.2.3.4	Brezilya'da Cari İşlemler Açığının Devam Etmesi.....	62
3.2.3.5	Brezilya'da Düşük Ekonomik Performans.....	63
3.2.3.6	Brezilya Real'inin Değer Artışı.....	63
3.2.4	Brezilya'da Devalüasyon Sonrası Durum.....	64
3.2.5	Brezilya'da Yeniden IMF ile Bir Antlaşma.....	66
3.3	Arjantin'deki Finansal Krizler.....	67
3.3.1	Arjantin'de Austral Plan Uygulaması (1985).....	68
3.3.2	Arjantin'de Konvertibilite Planı (1991).....	71
3.3.3	Arjantin Finansal Krizi (2001).....	75
3.3.4	Arjantin Krizinin Nedenleri.....	78
3.3.4.1	Arjantin Ekonomisinde Uluslararası Sermaye Hareketlerine Bağımlılık.....	78
3.3.4.2	Arjantin'de Para Kurulu Uygulaması.....	80
3.3.4.3	Arjantin'in Borç Yapısı.....	83
3.3.4.4	IMF Politikalarının Arjantin Krize'ne Etkisi.....	88
4.	SONUÇ.....	93
	KAYNAKLAR.....	97

Grafik Listesi

Grafik 3.1: Meksika Cari Açık (1988-1984)

Grafik 3.2: Yabancı Sermaye Yatırımları(1988-1995)

Grafik 3.3: Meksika'nın Yurtiçi Özel Tasarruf Oranları

Grafik 3.4: ABD – MEKSİKA Enflasyon Farkları ve Nominal Kur

Grafik 3.5: Meksika'da Özel Sektöre Açılan Banka Kredilerinin GSYİH'ya Oranı

Grafik 3.6: Meksika'da Geri Dönmeyen Kredilerin GSYİH'ya Oranı

Grafik 3.7: Meksika Merkez Bankası Rezervleri (Temmuz 93- Aralık 94)

Grafik 3.8: Meksika'nın Kamu Borçlarının Vadelerine Göre Dağılımı

Grafik 3.9: ABD Faiz Oranları

Grafik 3.10: Brezilya'da Enflasyon (Tüfe) – Büyüme Oranları

Grafik 3.11: Brezilya'da Net Kamu Borcu (% GSMH)

Grafik 3.12: Brezilya'da Reel Kur Göstergeleri

Grafik 3.13: Arjantin'de İşsizlik (1989-2002)

Grafik 3.14: Arjantin'de 1989-2002 Arası Bütçe Dengesi

Grafik 3.15: Arjantin'e Giren Portföy Yatırımları (1989-2002)

Grafik 3.16: Arjantin'de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımı (1989-2002)

Grafik 3.17: Arjantin'de 1991-2002 Tüketici Fiyat Endeksi

Grafik 3.18: Arjantin'de1989-2002 Arası Reel GSMH

Grafik 3.19: Arjantin'de Uluslararası Portföy Hareketleri Büyüme İlişkisi

Grafik 3.20: Arjantin'de US\$ ve PESO Cinsinden Mevduat (1989-2002)

Grafik 3.21: Arjantin'de1989-2002 Arası Dış Denge

Grafik 3.22: Arjantin'in Dış Borçlarını Ödeyebilme Gücü

Grafik 3.23: Arjantin'in Dış Borçlarının Özel ve Kamu Sektörü Arasındaki Paylaşımı

Grafik 3.24: Arjantin'de Kamu'nun Dış-İç Borç Dağılımı

Grafik 3.25: Arjantin'in Kamu Borçlarının Çeşidi

Grafik 3.26: Arjantin'de Kamunun Faiz Ödemelerinin Toplam Harcamalar İçindeki

Yeri

Tablo Listesi

Tablo 2.1: Finansal Krizleri Açıklamaya Yönelik Teorik Yaklaşımların Esas Aldığı Temel Göstergeler ve Güvenilirlikleri

Tablo 2.2: Bankacılık Krizi, Döviz Krizi İlişkisi

Tablo 2.3: Para Krizini Önceden Haber Veren Göstergeler

Tablo 3.1: Güney Amerika'da Makroekonomik Rasyolar

Tablo 3.2: Güney Amerika'da 1990 Sonrası Finansal Krizlerin Karşılaştırılması

Tablo 3.3: Meksika'da Temel Ekonomik Göstergeler (1982-1987)

Tablo 3.4: Meksika'da Temel Ekonomik Göstergeler (1988-1994)

Tablo 3.5: Brezilya'da 1980-1993 Arasında Cari İşlemler Dengesi (milyon\$)

Tablo 3.6: Brezilya'da 1994-2001 Arasında Cari İşlemler Dengesi (milyon\$)

Tablo 3.7: Brezilya'da Kamu Göstergeleri (%GSMH) 1994-2000

Tablo 3.8: Brezilya'da Sermaye Hareketleri, Toplam Borç, Ululararası Rezervler (Milyon \$)

Tablo 3.9: Brezilya – IMF Antlaşmaları (Bin SDR)

Tablo 3.10: Brezilya'da 1994-2000 Arası Faiz Oranları (yıl sonu)

Tablo 3.11: Brezilya'da Büyüme Oranları

Tablo 3.12: Arjantin Temel Ekonomik Göstergeler (1982-1990)

Tablo 3.13: Arjantin - IMF Antlaşmaları (31.03.2003)

Tablo 3.14: Arjantin'de 1992-2001 Döneminde Kamu Maliyesi

ÖNSÖZ

Finansal krizlerle ilgili olarak özellikle 1997 yılında yaşanan Asya krizinden sonra pek çok bilimsel makale, tez ve kitap yayınlanmıştır. Bu yayınların çoğu bölge ve dünya ekonomisine etkisinden de olsa gerek, Asya krizi ile ilgilidir. Geçirdiği ekonomik dalgalanmalar ve krizler açısından hiç de azımsanmayacak sıklığa sahip olan Latin Amerika ülkeleri ile ilgili çalışmalar uluslararası araştırmalar açısından gerekli ilgiyi görüyorken ülkemizde yayınlanan araştırmalar için aynı şeyi söylemek pek mümkün gözükmemektedir.

Ülkemizdeki akademik çalışmalarda bu bölgenin ekonomisine olan ilginin azlığını Türkiye Ekonomisi açısından bir kayıp olarak görmekteyim. Çünkü çalışmada yer alan ülkelerin makroekonomik parametrelerine bakıldığında ülkemizle ciddi benzerlikler barındırdığını görebilmekteyiz. Örneğin Asya Krizindeki özel sektör etkisi Latin Amerika krizlerinde aynı derecede görülmemektedir. Aynı şekilde ülkemizde yaşanan krizlerde de özel sektörün etkisi oldukça azdır. Latin Amerika'nın finansal krizlerle boğulmuş ekonomik tarihi ülkemiz açısından dikkatle incelenmesi gereken bir referanstır. Tabii ki sistemler ve uygulamalar bütün koşullarda aynı sonucu doğurmaz, bu toplumsal farklılıklarının red edilmesi anlamına gelir. Ancak 2001 yılının başında girdiği iktisadi bunalımdan hala tam olarak kurtulamayan ülkemiz açısından bu ülkeler ciddi olarak incelenmesi gereken örneklerdir.

Ben de yüksek lisans tezimde bu noktadan çıkarak finansal krizleri ve Latin Amerika'daki örneklerini incelemeye çalıştım. Bu çalışma sırasında benden bilgi, tecrübe ve ilgisini esirgemeyen, beni yönlendiren Sayın Hocam Prof. Dr. Sema Kalaycıoğlu'na teşekkürlerimi sunmayı bir borç bilirim.

Mehmet Erduran DİNÇER

FİNANSAL KRİZLERDE KARŞILAŞTIRMALI BİR İNCELEME: MEKSİKA BREZİLYA ve ARJANTİN

Mehmet Erduran DİNÇER
Ekonomi, Yüksek Lisans Tezi

Latin Amerika ülkeleri; uyguladıkları istikrar programları, uzun süren enflasyon problemleri, ekonomide büyük yıkıma yol açan devalüasyonları, yüksek dış borçlarıyla dünyada finansal krize girme sıklığı yüksek olan ülkelerin başında gelmektedir. Bu tezde de bölgenin en büyük üç ekonomisi olan Brezilya, Meksika ve Arjantin'de son on yılda yaşanan finansal krizlere ışık tutulmaya çalışılmıştır.

Üç bölümden oluşan çalışmanın birinci bölümünde finansal krizler farklı iktisatçıların gözüyle anlatılmaya çalışılmış ve oluş nedenlerine göre sınıflandırılmıştır.

İkinci bölümde öncelikle Meksika'da 1994 yılında yaşanan, ekonomi literatüründe Tequila Krizi olarak adlandırılan finansal kriz, sonrasında 1999 yılının başında yaşanan, Asya ve Rusya Krizlerinin katalizör görevi üstlenerek tetiklediği Brezilya Krizi ve son olarak da 2001 yılının sonunda 10 yıllık göreceli olarak başarılı sayılabilecek bir istikrar programının sonunda yaşanan Arjantin krizi; öncesi, nedenleri ve sonrasıyla mercek altına alınmaya çalışılmıştır.

Son bölümde de üç bölge ülkesi karşılaştırmalı olarak analiz edilip, krizlerin sebeplerindeki farklı ve benzer etkenler ortaya çıkarılmaya çalışılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Finansal Krizler, Güney Amerika Krizleri, Tequila Krizi, Brezilya Krizi, Arjantin Krizi

FINANCIAL CRISES IN MEXICO, BRAZIL and ARGENTINA: A COMPARATIVE STUDY

Mehmet Erduran DİNÇER

Economics, M.S. Thesis

The countries of the Latin America have the highest frequency of financial crises in the world. Therefore stabilization programs and austerity packages they apply, have long been the focus of attention in the economic literature. In this study financial crises in general and major Latin American crises are investigated.

In the first part of the study, I have tried to explain the theoretical base of the financial crises as well as their various type.

In the second part; the experience of Mexico, Brazil, Argentina Crises have been explained by before, causes and after.

The last part of my study includes a comparision of Mexican, Brazil and Argentina Crises .

Keywords: Financial Crises, South America Crises, Tequila Crises, Brazil Crises, Argentina Crises

1.GİRİŞ

Modern ekonomik sistem, geleneksel yapıları tasfiye ederek dünyada egemenliğini oluşturduğundan bu yana dönemsel krizler yaşamaktadır. İktisat bilimi içindeki düşünce akımları da bu şekilde oluşmakta ve değişmektedir. Örneğin; 1870-1914 arası dönemde baskın bir şekilde belirleyici olan klasik iktisat okulu, I. Dünya Savaşı sonrasında yaşanan büyük ekonomik buhranla birlikte Keynes tarafından ciddi biçimde eleştirilmiş ve temel varsayımların değiştiği farklı bir yapı doğmuştur.

1970'lere gelindiğinde Keynesyen görüşler, yine yaşanan ekonomik bunalımlar sonucunda terkedilerek bu kez parasalcı (monetarist) yaklaşımlar egemen olmuştur. Bu süreç, arz yanlı ekonomik yaklaşımın, neoklasik iktisat okulunun, post-Keynesyen görüşlerin konjonktüre göre yükselip alçalmalarıyla sürmektedir.

Bununla birlikte, birçok akademisyen ve uygulamacı, 1980'lerden sonra ekonomik yapı ve ilişkilerde önemli bir değişimin gerçekleştiğine ve gelişmelerin, öncesiyle karşılaştırıldığında köklü farklılıklar içerdiğine dikkat çekmektedir. Bu noktada finansal sektörde yaşanan gelişmeler ve bunların sonucunda sektörün genel ekonomik yapı içindeki konumu, söz konusu değişimin temel nedeni olduğu görülmektedir.

Bretton-Woods uluslararası para ve ödeme sisteminin çökmesinden sonra finansal fiyatlar olan faiz oranı ve döviz kurunun dalgalanırılığının artması, mal piyasalarındaki arz şokları ve enflasyonun aşırı yükselmesi, iletişim ve bilişim teknolojilerindeki hızlı ilerleme, finansal risklerin nicel olarak artması, geleneksel finansal işlevlerin uluslararasılaşma-piyasalaşma-menkul kıymetleştirme olarak ifade edilebilecek yeni süreçler tarafından büyük ölçüde değiştirilmesi ve bütün bu gelişmelerin doğal sonucu olarak yasal yapıların yeni ekonomik ilişkilerin gerektirdiği şekilde değiştirilmesi anlamına gelen deregülasyon(yasal sınırlamaların kaldırılması) ve ardından bu yapının korunmasını sağlamaya yönelik re-regülasyon(yeni yasal sınırlar getirilmesi) olarak özetleyebiliriz.

Ortaya çıkan bu yeni sistemin öncekinden farklı yapısı ekonomide yaşanan sorunların da değişmesine yol açmıştır. 1980'lerden bu yana sadece ekonomik krizlerin nedenleri ve izledikleri gelişim seyri değil, mekanizmaları, yapıları ve yerel/ulusal/bölgesel sıkıntıların dünya ekonomisini etkileme gücü de büyük ölçüde farklılaşmıştır. Bu dönemde daha çok finansal krizlerden bahsedilir olmuş, finansal piyasalarda kelebek etkisi daha kuvvetli hissedilmiş; ERM, Tequila, Asya, Rusya,

Brezilya krizlerinin darbeleri ardı ardına bölgesel veya daha büyük ölçekte etkiler yaratmıştır.

O zaman akla şu soru geliyor. Son 20 yıldır neler oluyor? Bu finansal krizler neden çıkıyor? Bu soruya Stiglitz'den bir alıntı yaparak, yanıt vermek istiyorum: "Krizlerin neden olduğunu açıklayan tek ve komple bir teoriye hiç bir zaman sahip olamayacağız. Krizden önce olumsuz görülen her şeyin krizden sonra krize neden olarak gösterilmesi son derece doğaldır ama o derece de yanıltıcıdır. Kriz pek çok unsurun ve yılların birikiminin karmaşık bir sonucudur."

Ancak yine de bir ülkede krize sebep olabilecek bir yapının genel bir çerçevesini çizmek mümkün olmaktadır.

- Makro ekonomik göstergelerin zayıflığı
- Özel sektör zaafiyetleri ve tasarruf açıkları (Özellikle uzak doğu Asya krizlerinde daha belirgin olarak ortaya çıkan bir durum),
- Kur politikaları (Özellikle kur çıpası enflasyon ile mücadelede etkili bir araç olmakla beraber, finans kesimindeki zayıflıklarla birleştiğinde sorun yaratabiliyor),
- Mali sektörün zayıflığı - kurum ve kuralların eksikliği
- Verilerdeki şeffaflık eksikliği
- Devlet – özel sektör ilişkisinin yolsuzluğa yol açan nitelikler taşıması – saydam olmayan ilişkilerle ve kurallarla yönetilmesi
- Sürü etkisi – yatırımcıların, özellikle finansal piyasaların serbestleşmesi ile birlikte krizleri yaygınlaştıran bir biçimde birbirinden etkilenmesi
- Spekülatörlerin bu sürece olan etkisi

Finansal kriz dendiğinde ise ilk akla gelen bölgelerin başında Güney Amerika gelmektedir. Yüksek enflasyon oranlarıyla, bütçe açıklarıyla, büyük çapta yabancı sermaye yatırımlarıyla ve devalüasyonlarıyla dikkati çeken bu bölge finansal krizlerin yapısının incelenmesi açısından oldukça zengin bir laboratuardır. Bu çalışmanın amacı özellikle yeni sanayileşmekte olan ülkeleri sallayan finansal krizlerin Meksika, Brezilya ve Arjantin ekonomilerindeki izdüşümünü mercek altına almaktır.

Güney Amerika'nın üç büyük ekonomisinde son 10 yılda yaşanan finansal krizlere odaklanıldığı bu çalışmanın birinci bölümünde finansal krizlerin teorik olarak incelenmesi yapılacak, ikinci bölümde bölgenin üç dinamik ülkesi Meksika, Brezilya,

Arjantin'de yaşanan krizlerin doğuş noktasında beslendiği etkenler incelenecek ve son olarak da bu üç ülkedeki finansal krizler karşılaştırmalı olarak analiz edilecektir.



2. FİNANSAL KRİZLERİN TEORİK OLARAK İNCELENMESİ

Literatürde finansal krizin genel bir tanımı olmamasına karşın farklı görüşler savunulmuştur. Paul Krugman, finansal krizin genel bir tanımı olmadığını ancak ortaya çıktığında teşhis edildiğini ifade etmiştir. Ancak en yalın ifadeyle finansal kriz, çağdaş pazar ekonomisinin kendi işleyişini, kendi kuralları içerisinde sürdüremez hale gelmesidir. Liberal bir ekonomide bu kuralsızlığın ortaya çıkması, kendi içsel çelişkilerinin (ülkeden ülkeye değişir) neticesinde de olabilir, sistemin dışsal şoklara karşı kendini savunacak mekanizmalardan yoksun olmasından da kaynaklanabilir.

Son yıllarda, merkezini kamu açığının oluşturduğu ödemeler dengesi krizlerinin yerini döviz ve bankacılık (ikiz krizler, twin crises) krizleri almıştır. Yükselen ekonomilerde (emerging countries) son yıllarda yaşanan krizlerde, sermaye girişindeki azalmanın ardından ciddi bir devalüasyon gelmiş ve borcun çoğu yabancı para cinsinden olduğu için paranın değer kaybı geniş çaplı iflaslara ve kredi mekanizmasının çökmesine neden olmuştur (Tornell,2000:27).

Yaşanan krizlerde çeşitli ortak yanlar olmakla birlikte, hepsinin kendine has bazı ayırıcı özellikleri vardır. Ancak hepsi de değişen derecelerde de olsa önemli maliyetler yaratmıştır. Bu maliyetlerin en başta geleni krizler nedeniyle oluşan ekonomik daralmadır. Ayrıca kırılğan finans sektörünü yeniden yapılandırmak da ciddi mali kayıplara yol açmıştır.

Bu krizler ciddi uluslararası etkiler yaratmış ve krizin boyutlarının genişlememesi, bir başka deyişle krizin daha da yayılmasını önlemek amacıyla uluslararası müdahaleler ve yardımlar gündeme gelmiştir.

Bu bölümde öncelikle finansal krizleri açıklamaya yönelik teorik yaklaşımlar incelenecek, finansal kriz türleri açıklanacak ve krizleri önceden görmede kullanılan bazı göstergeler tanıtılacaktır.

2.1 Finansal Krizleri Açıklamaya Yönelik Yaklaşımlar

2.1.1 Aşırı Borç Birikimi

Fisher, Kindleberger, Minsky gibi ekonomistlerin belirttiği üzere, gerek firmaların gerekse ülkelerin hızlı büyüme dönemlerinde aşırı bir borç birikimi olmuştur. Bu borç birikimi finansal krizin meydana gelmesinde önemli rol oynamaktadır.

Minsky'e göre bir finansal krizin gelişme süreci şöyledir; gelişme dönemindeki karlar, beklenen karların önüne geçmiştir. Bu da yatırım talebini uyarır. Para arzının içselliği varsayımı altında; yani kredi talebinin kredi arzını etkileyebildiği bir ortamda borçluluk ve yatırımlar hızla artar.

Bu genişleme, fiyatlar üzerinde baskı yarattığından yeni kar fırsatları oluşur ki bu da, yatırımcıları bir kez daha uyarır. Kindleberg'e göre bu durum Klasik iktisatçıların over trading dediği olgudur. Bu kavram, spekülasyon ve aşırı kar tahminlerini içerir. Spekülatif alım satımlarda kar olduğunu gören hane halkı ve firmalarda spekülasyona başlar (Kindleberger,1996:13).

Spekülasyon devam ettikçe faizler, paranın dolanım hızı ve fiyatlar artmaya devam eder. Bu süreçte borcun büyüme hızı, karın büyüme hızını geçmiştir ve net borçluluk hızla artmaktadır. Bu aşamada, tam istihdam sınırına dayanılır, kar fırsatları verimlilik büyümesi ile sınırlanır. Fakat spekülasyon ve borçluluk artışı devam etmektedir. Minsky'e göre, tam istihdam kapitalist ekonomi için istikrarlı bir denge noktası değildir.

Bir spekülatörün kar realizasyonuna gitmesi, piyasada bir duraklamaya yol açar. Duraklama ile spekülatörler piyasanın daha yukarı çıkamayacağını anlar. Fakat, aşağı dönüşün başlaması için mutlaka kar realizasyonu da gerekmektedir. Büyük bir firmanın batması, hükümetin yapacağı olumsuz bir açıklama gibi, dışsal şoklar da aşağıya dönüşü başlatabilir.

Görüldüğü gibi, kapitalizmin kendi iç dinamikleri, genişleme döneminde borçluluğun ve finansal kırılganlığın artmasına yol açmaktadır. Genişleme dönemlerinde kredi olanaklarının artması için bankalar, yeni ve riskli finansman yöntemlerini arttırırken finansal yeniliklerden de yararlanmaktadırlar. Kırılganlığı arttıran bir unsur da budur.

Panik, şu üç durumdan birinin gerçekleşmesi ile son bulur. Fiyatlar öyle aşağıya düşer ki insanlar yeniden daha az likit varlıklara geri dönmeyi göze alırlar. Fiyat azalmalarına bir sınır konulur veya merkez bankası son durak borç mercii olarak, nakit ihtiyacını karşılayacağına piyasaları ikna eder (Kindleberger,1996:16).

2.1.2 Parasalcı Yaklaşım

Monetaristler gerek para arzının dışsallığının, gerekse nominal geliri belirleyen en önemli etkenin para arzı olduğunun kabulü ile krizi dışsallaştırmakta ve önleme yolunda da para otoritelerine önemli bir rol yüklemektedir. (Almeida, 2003;5)

Monetaristlerin finansal kriz tehlikesi anında ekonomiye gerekli likiditenin sunulması gerektiği iddialarına rağmen son durak borç mercii kavramı konusundaki düşüncelerinde görüş birliği yoktur. Para arzının büyüme hızına sabitlenmesi kuralının uygulanması durumunda son durak borç mercii müdahalesine zaten gerek kalmayacağını öne süren monetarist iktisatçıların yanı sıra Friedman böyle bir müdahalenin APİ (Açık piyasa işlemleri) kanalı ile olmasının daha uygun olacağını öne sürmektedir. Bu yolla hem enflasyonist etkilerden kaçınılırken hem de likiditenin dağılımı yine piyasaya bırakılmaktadır.

2.1.3 Asimetrik Bilgi Yaklaşımı

Asimetrik enformasyon yaklaşımı; finansal piyasalardaki bir karmaşanın toplam ekonomik aktivitede nasıl bir iniş yarattığını açıklamak için önemli bir çatıdır. Yeni Keynesçilere göre finansal kriz; ters seçim(adverse selection) ve ahlaki risk(moral hazard) problemlerinin kötüleşmeye başladığı bir finansal karmaşadır. Finansal piyasaların böyle bir karmaşa içine girmesi, fonları üretken yatırım alternatiflerine yönlendirmede etkinliğini yitirmesi anlamını taşır (Mishkin,2001:3-7).

Asimetrik bilgi sorunlarının ve dolayısıyla bir mali krizin büyümesine neden olan 4 faktör bulunmaktadır. Bunlar:

- Mali sektör bilançolarının bozulması
- Faiz hadlerindeki yükselmeler
- Belirsizliklerin Artması
- Varlık fiyatlarındaki değişimlerden ötürü finans dışı sektör bilançolarının bozulması olarak sayılabilir.

Mali Sektör Bilançosunun Bozulması

Asimetrik bilgi yaklaşımı finansal aracılardan (ticari bankalar, finans şirketleri, sigorta şirketleri, menkul kıymetler yatırım fonu ve emeklilik fonu) mali sistemdeki niçin çok önemli bir rol oynadıkları açıklar.

Eğer bankaların ve diğer finansal aracılardan mali sistemde borç verme kabiliyetleri zayıflarsa borç verme işlemleri genel olarak azalacak ve sonuçta ekonomide bir

gerilme ve daralma başlayacaktır. Finansal aracılarn bilançosundaki bir bozulma gerçekten onların borç verme dinamiklerini engelleyecek ve dolayısıyla bu, mali krizlerin şiddetinde önemli bir rol oynayacaktır. Şayet bankaların (ve diğer borç veren finansal kurumların) bilançolarında bir bozulma veya sermayelerinde önemli bir daralma söz konusu ise, bu kurumlar borç vermeyi kesecekler ve yeni sermayedarlar bulmaya çalışacaklardır. Bununla birlikte bu kurumların bilançolarında bir bozulma söz konusu olduğunda makul bir fiyattan yeni bir sermaye teşkil etmeleri çok zordur. Dolayısıyla bilançosu zayıf olan mali kurumlar borç vermeyi azaltacak ki, bu da ekonominin küçülmesi anlamına gelecektir. Son yapılan araştırmalar da, bilançosu zayıf olan mali kurumların 1990 öncesinde ABD ekonomisindeki büyümeyi engellediğini göstermiştir.

Faiz Hadlerindeki Yükselmeler

Faiz hadlerindeki yükselmelerin banka bilançolarında negatif bir etkiye yol açacağı ifade edilir. Geleneksel bankacılık faaliyeti kısa süreli borç almayı ve uzun süreli borç vermeyi içerir. Kısaca bir bankanın aktifleri belirgin bir biçimde pasiflerinden daha uzun sürelidir. Bu nedenle faiz haddindeki bir yükselme net değerde doğrudan bir azalmaya neden olabilmektedir.

Belirsizliğin Artması

Mali piyasalarda belirsizliklerin önemli bir şekilde artması borç verenlerin iyi kredi risklerini kötülerinden seçip ayırmasını daha da zorlaştırır. Borç verenlerin hatalı seçim ve ahlaki tehlike sorunlarını çözmedeki azalan güçleri onları daha az borç vermeye iter, bu da yatırım ve toplam üretimde bir azalma olacağını ifade eder. Belirsizliklerin bu şekilde artması, belli başlı finansal ya da finansal olmayan kurumların başarısızlığından, çöküşünden ya da bir ekonomik daralmadan ileri gelir. Gelişen piyasa ülkelerinde belirsizliğin artması daha çok devlet politikalarının gelecek yönündeki belirsizliğinden kaynaklanır.

Finans Dışı Sektörlerdeki Bilançoların Bozulması

Reel sektör firmalarının bilançolarının durumu, asimetric bilgi problemlerinin ağırlığı açısından mali sistemde son derece önemli bir faktördür. Finansal olmayan firmaların bilançolarının bozulması finans piyasalarında ve dolayısıyla artan mali istikrarsızlıkta hem hatalı seçimi hem de ahlaki tehlikeyi daha da kötüleştirir.

Finansal krizleri açıklamaya yönelik teorik ve deneysel çalışmalarda bu krizlerin varoluş ve gelişmelerine etki ettiği düşünülen farklı ulusal veya uluslararası faktörlerden bahsedilmektedir. Kriz oluşturduğu düşünülen faktörleri temel alan çalışmaların sonuçları aşağıda gösterilmiştir, finansal krizlerin etkilenebileceği çok çeşitli faktörler ampirik analizlere konu edilmiştir.

Tablo 2.1 Finansal Krizleri Açıklamaya Yönelik Teorik Yaklaşımların Esas Aldığı Temel Göstergeler ve Güvenilirlikleri

Ana Grup	Temel Göstergeler	Dikkate Alınan Çalışma Sayısı	İstatistiksel Olarak Doğrulanma Sayısı
Sermaye Hesabı	Uluslararası Rezervler	12	11
	Kısa Dönem Sermaye Akımları	2	1
	Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları	2	2
	Sermaye Hesabı Dengesi	1	-
	Ulusal – Yurtdışı Faiz Oranı Farklılıkları	2	1
Borç Yapısı	Dış Yardımlar	1	-
	Dış Borçlar	2	1
	Kamu Borçları	1	-
	Ticari Banka Kredileri	1	1
	İmtiyazlı Krediler	2	2
	Değişken Faizli Borçlar	2	-
	Kısa Dönemli Borçlar		
	Çok Taraflı Kalkınma Bankası Borçları	1	-
Cari Hesaplar	Reel Döviz Kuru	14	12
	Cari Hesap Dengesi	7	2
	Ticaret Dengesi	3	2
	İhracat	3	2
	İthalat	2	1
	Ticaret Hadleri	3	2
	İhracat Fiyatları	1	-
	Tasarruflar	1	-
	Yatırımlar	2	-
	Döviz Kuru Tahminleri	1	2

Uluslararası Dış Göstergeler	Reel GSMH Büyümesi	2	1
	Dış Faiz Oranları	4	2
	Dış Fiyat Seviyesi	2	1
Finansal Serbestleşme	Reel Faiz Oranları	1	1
	Kredi Büyümesi	7	5
	Borç – Mevduat Faiz Aralığı	1	-
	Para Çarpanı	1	1
Diğer Finansal Göstergeler	Paralel Piyasa Primi	1	1
	Merkez Parite	1	1
	Band Aralıkları Pozisyonu	1	1
	Para Talep – Arz Açığı	1	1
	Banka Mevduatlarındaki Gelişmeler	1	-
	Merkez Bankasının Bankalara Kredileri	1	1
	Para	3	2
	M2/Uluslararası Rezervler	3	3
Reel Sektör	Enflasyon	5	9
	Reel GSMH Büyümesi	9	5
	Üretim Açığı	1	1
	İstihdam / İşsizlik Oranı	3	2
	Menkul Kıymet Fiyatlarındaki Değişmeler	1	1
Krizin Bulaşması Mali Faktörler	Diğer Krizlerin Yansıması	1	1
	Mali Açık	5	3
	Kamu Tüketimi	1	1
	Kamu Sektörüne Kredi	3	3
Kurumsal ve Yapısal Faktörler	Çoklu Döviz Kurları	1	-
	Döviz / Sermaye Kontrolleri	2	1
	Açıklık	1	1
	Ticari Merkezileşme	1	-
	Banka Krizleri	1	1
	Finansal Serbestleşme	2	1
	Peg Edilmiş Döviz Kurlarındaki Aylık Harcamalar	1	1
	Geçmiş Döviz Piyasası Döviz Krizleri	1	1
	Geçmiş Döviz Piyasası Dalgalandırmaları	1	-
Politik Faktörler	Seçim Yenilgisi	1	1
	Yasal Yönetici	1	1
	Yasal olmayan Yönetici Transferleri	1	1

Kaynak : Kaminsky, Lizando, Reinhart , 1998: 44-45

2.2 Finansal Kriz Türleri

2.2.1 Para Krizleri

Para krizi, paranın değişim değeri üzerinden yapılan spekülâtif hareketlerin devalüasyona veya ani değer kaybına neden olması halinde ya da spekülâtif hareketler karşısında yetkili otoritelerin uluslararası rezervlerinden büyük miktarlarda satış yapması veya faiz oranlarının artırılması vasıtasıyla döviz kurunu koruması durumunda gerçekleşmektedir (IMF Staff Survey-World Economic Outlook,1998:41).

2.2.1.1 Birinci Nesil (Kanonik) Para Krizi Modeli

Kanonik Kriz Modeli, ABD Federal Rezerv'in Uluslararası Finans Bölümü'nde bulunan Stephan Salant tarafından 1970'li yılların ortalarında geliştirilmiştir. Salant'ın ilgi alanı para krizleri değil, mal piyasalarında uygulanan istikrar programlarının doğuracağı tehlikeler olmuştur (Odyakmaz,1998;1-10). Fakat Salant, teorik çerçevede bu tür programların yıkıcı spekülasyonlara maruz kalacağı düşüncesindedir. Fiyatın alabileceği değerler; talebin daha fazla artmadığı, ilgili kaynağında tükenmiş olması koşulu ile belirlenir. Salant resmi bir istikrar kurulunun ilgili malı sabit bir fiyattan alıp satacağını ilan ettiği durumda ne olacağını sorgulamaktadır. Fiyat kurulunun varolmadığı durumdaki düzeyinde bulunduğu müddetçe spekülâtörler sermaye kazançları elde edemeyeceklerini düşünerek ellerindeki varlıkları satacaklardır. Dolayısıyla Kurul sonuç olarak elinde büyük miktarda stok biriktirmiş olacaktır. Eninde sonunda istikrar programı olmadığı durumda varolacak olan fiyat, kurulun hedeflerinin üzerinde olacaktır. İşte bu noktada spekülâtörler malı karlı görüp toplamaya başlayacaklardır. Şayet Kurul hala fiyatı kontrol altında tutmak istedikçe, toplamış olduğu stokların tükendiğini görecektir. Salant 1969'daki altın açık piyasa işlemlerinin sona erdirilmesinin, yaşanan büyük spekülâtif alımlara bağlı olduğuna dikkat çekmektedir .

Diğer araştırmacılar, mal piyasalarına istikrar kazandırmaya çalışan mal kurullardaki mantığın benzerinin para piyasalarına istikrar kazandırmaya çalışan merkez bankalarına da uygulanabileceğini farketmişlerdir. Kanonik Para Krizi Modeli mal kurulunun davranışlarına benzer şekilde hareket etmektedir. Bu modelde döviz fiyatının düşük olduğu kanısı, incelenen hükümetin bütçe açıklarını devamlı ve kontrolsüz bir biçimde para basarak finanse ettiği varsayımına dayanmaktadır. Bu eğilime rağmen merkez bankası döviz kurunu hedeflenen düzeyde tutabilmek maksadıyla döviz rezervlerini kullanarak sürekli alım satım yaptığı varsayılmaktadır.

Yukarıda tanımlanan durum çerçevesinde para krizlerindeki mantık, herhangi bir mala yönelik spekülâtif ataklara benzemektedir. Spekülâtörlerin rezervlerin doğal yolla tükenmesine kadar beklediklerini varsayalım. Bu noktada spekülâtörler, o zamana kadar fiyatı sabit kalan döviz kurunun yükselmeye başlayacağını bilmektedirler. Bu da yerli para birimini elde tutmaktansa, fiyatı yükselecek olan dövizde elde tutmayı daha cazip hale getirmektedir. Fakat böyle bir durumda ileriye görebilen spekülâtörler döviz rezervleri tamamen tükenmeden, hemen önce yerli para birimini satıp dövizde geçeceklerdir, bu hareket ise rezervlerin tükenmesini daha da hızlandıracaktır. Sonuç şöyle olabilir: Rezervler kritik bir düzeye gerilediğinde, bu miktardaki rezervi çok kısa sürede tüketecek ve sabit kurun kaldırılmasına yol açabilecek bir spekülâtif atak gelecektir.

Kanonik Kriz Modeli, bu tür krizlerin ekonomi politikalarındaki temel dengesizlikler (para basarak finanse edilen bütçe açıkları) ve döviz kurunu sabit tutma arasındaki tutarsızlıktan kaynaklandığını iddia etmektedir. Bu tutarsızlık geçici olarak şayet merkez bankası yeterli rezerve sahipse giderilebilir fakat bu rezervler yetersiz olmaya başladıkça spekülâtörler atağa geçip merkez bankasını zor duruma sokabilirler.

Bu modelin önemli yanları bulunmaktadır. İlk önce, pek çok para krizi yurtdışı ekonomi politikaları ve döviz kuru arasındaki tutarsızlıktan kaynaklanmaktadır. Özel olarak kanonik model'deki bu farklılığın oldukça basite indirgenmiş şekli, pek çok döviz rejimlerindeki daha karışık fakat aynı derecede basit olan politik tutarsızlıklara örnek olarak değerlendirilebilir. İkinci olarak, model bir günde milyarlarca dolarlık kayıpları doğuran ani para krizlerinin sadece yatırımcıların veya piyasayı yönlendirenlerin mantıksızlığına bağlı olamayacağını ortaya koymaktadır. Kriz, sadece fiyat istikrarsız hale geldiğinde artık o parayı elde tutmanın cazip olmayacağı şeklindeki mantıktan kaynaklanmaktadır ve fiyat istikrar programının sona ermesi sermayenin spekülâtif kaçıışı ile kendiliğinden gerçekleşmektedir.

Diğer taraftan, sahip olduğu iyi yanlara rağmen Kanonik Model pek çok iktisatçı tarafından finansal krizlerde yaşanan olayları gerçekçi bir biçimde yansıtmadığı konusunda eleştirilmektedir. Kanonik kriz modeli, piyasadaki tepkilerin önceden dikkate alınmadığı oldukça mekanik bir yoldan politika uygulamalarını yansıttığı için yanlış bulunmaktadır. Bu model, hükümetin dış durumu dikkate almadan para basarak bütçe açıklarını finanse etmeye çalışması ve merkez bankasının en son

damlasına kadar dolar rezervlerini tüketmesi şeklinde tek yanlı politika izlemesi dolayısıyla eleştirilmekte; gerçekte hükümetin elinde çok çeşitli politika alternatifi olduğuna dikkat çekilmektedir. Örneğin merkez bankası, sıkı para politikası ile döviz piyasasına müdahale etmeden döviz kurunu koruyabilmektedir. Bu tür, politika uygulamalarını içeren modeller ikinci nesil modeller olarak adlandırılmaktadır.

1.2.1.2 İkinci Nesil Modeller

İkinci Nesil Modeller diye tanımlanan modellerin üç ana bileşeni bulunmaktadır. Birincisi, hükümetlerin sabit döviz kurunu iptal etmek istemelerinin bir nedeni olmalıdır. İkincisi, hükümetlerin sabit kur rejimini korumak istemelerinin sebepleri olmalıdır. Sonuncusu ise, krize yol açan kısır döngünün meydana gelmesi için sabit kuru korumanın maliyeti öyle artmalıdır ki, insanlar sabit kurun iptal edileceğine inansınlar.

İkinci nesil modellerde hükümet, kısa vadeli makroekonomik istikrar ile uzun vadeli kredibilite arasında bir tercih yaparak sabit döviz kuru uygulamasını sürdürüp sürdürmemeye karar vermektedir. Bu tür modellerde krizi yaratan unsur, piyasada sabit döviz kuru uygulamasının başarısızlığa uğrayacağına ilişkin bir beklentinin mevcudiyeti halinde paritenin korunmasının yüksek faiz oranlarını gerektirmesi nedeniyle yüksek maliyetli olacağı gerçeğinden kaynaklanmaktadır .

Sabit kur uygulamasına ilişkin güven kaybının sözkonusu uygulamayı nasıl zorlaştırdığına ilişkin başlıca iki türlü açıklama mevcuttur.

İlk olarak, kişilerin döviz kuru değerinin düşürüleceğine ilişkin geçmişteki beklentilerinin mevcut dönemde sabit kur uygulamasının maliyetini arttırdığı ileri sürülmektedir. Kreditorlerin ulusal paranın devalüasyonuna ilişkin beklentileri, yüksek faiz oranları üzerinden borçlanmaya neden olacaktır. Bu durum, cari borç yükünde yüksek miktarlarda artışa neden olarak, borç yükünün devalüasyon olmadan karşılanması zorlaştıracaktır. Ya da devalüasyon beklentisi içerisinde olan işçi sendikalarının ücretleri oldukça yüksek seviyede belirlemesine neden olacaktır. Bu durum karşısında, mevcut döviz kuru üzerinden ülke sanayisinin rekabet gücünün korunması zorlaşır ve beklentiler(self-fulfilling expectations) değer kaybının gerçekleşmesine sebep olur. Nitekim ücretlerin esnek olmadığı ülkelerde hükümetler, ulusal paranın değerini düşürerek sanayinin rekabet gücünü arttırabilmekte ve

işsizliği azaltabilmektedir. Ancak ücretlerin tamamıyla esnek olması halinde, ücretler devalüasyona karşılık olarak hemen artış trendine girecektir (Moreno,1996:13).

Diğer bir açıklama ise ulusal para değerinin gelecekte düşürüleceğine ilişkin şimdiki beklentilerin, sabit kur uygulamasının sürdürülmesinin maliyetini arttıracığına ilişkindir. Geleceğe yönelik bu beklentiler, kısa vadeli faiz oranlarının yukarıya çekilmesini gerektirecek; ancak faiz oranlarının yükselmesi, hükümetin (veya borçlu şirketlerin) nakit akışını bozacak ; üretim ve istihdamda kayba neden olacaktır.

Yani devalüasyon beklentileri ile harekete geçen spekülatif ataklar, devalüasyonun en güçlü nedeni olarak görülmektedir ve tüm bu sürece, başta yurt içi ekonomik hedeflerle sabit kur arasındaki çelişki olmak üzere, atağa maruz kalan ülkenin ekonomi politikalarının yol açtığı görüşü yaygındır. Yani finansal piyasalar krizi sadece öne almaktadır.

Yukarıda da açıklanan "İkinci Nesil Modeller" de yapılan detaylı çalışmaların sonuçları her ne kadar orijinal modellerden farklı olsa da genel sonuçlar hep aynı kalmaktadır: para krizlerine yol açan temel etken uygulanan ekonomi politikaları ile döviz kuru arasında kabul edilen uzun dönemli politikaların birbiri ile tutarlı olmamasıdır. Finansal piyasalar sadece bu tutarsızlığı görüp üzerine gitmektedir ve gitmeleri de gerekmektedir.

Diğer taraftan, bu konuyu inceleyen önemli sayıda iktisatçı, krize yakalanan ülkelerin haksız ve keyfi olarak krize uğratıldıkları yolundaki şikayetlerinde, bir takım haklı yanlar bulunduğu görüşündedirler. Aşağıda bu konu irdelenmeye çalışılacaktır, İkinci Nesil Modellerin içersinde tanımlanan modellerde bu şikayetler belirli oranda tutarlılık taşımaktadır. Aşağıdaki modellerde tüm senaryolara değinilmemiştir fakat en fazla bahsedilenleri içermektedir.

Kendi Kendini Besleyen Krizler

Hiç bir yatırımcının döviz kuru rejiminin ciddi bir tehlike ile karşı karşıya olmadığı durumda tasarruflarını yurt dışına çıkarması mümkün olmadığı gibi, böyle bir ihtimalin mevcut olduğu durumda da bahsedilen şekilde davranması normaldir. Bir para krizinin kesin olarak meydana gelmesi bireysel yatırımcıların paralarını yurt dışına çıkarmaları ile gerçekleşir. Sonuçta beklenti ister iyimser ister kötümser olsun, kendi kendini besler ve kendi kendini besleyen kötümser beklenti durumunda, ülke, haklı olarak gereksiz bir krizle yüzyüze bırakıldığı iddiasında bulunmaktadır.

Bu konuyu inceleyen iktisatçılar tarafından anlaşılan fakat belki de en kolay unutulmuş iddia, modelin; her para spekülâtif atağa maruz kalabilir mi? veya her spekülâtif atak ekonomik büyüklükler tarafından gereksiz bulunabilir mi? sorularına ışık tutmadığıdır. Kendi kendini besleyen modellerde sadece ekonomik büyüklükler (döviz rezervleri, kamu maliyesi) açısından ülke krizlere karşı zayıf duruma düşmektedir. Parasını etkin ve güçlü bir şekilde koruması beklenen bir ülkenin bu yönde bir çaba harcaması gerekmeyebilirken, diğer taraftan sabit kuru sürdürmesi beklenmeyen bir ülkenin de, eninde sonunda sabit kurunu iptal etmesi, hatta spekülâtif atak nedeniyle beklediğinden de önce iptal etmesi durumu meydana gelmektedir. Daha farklı da düşünülebilir; ekonomik büyüklüklerde bir değer aralığı krize yol açmazken, bir başka değer aralığı krize yol açabilmektedir. Kendi kendini besleyen kriz modellerinin bu iki uç arasında bir yerde olduğu kabul edilmektedir. Bu aralığın ne kadar geniş olduğu ise ampirik bir araştırma sorunudur.

Krizlerin Yayılmasında Sürü Psikolojisi (bandwagon) Etkisi

Hem Kanonik Para Krizi Modeli hem de İkinci Nesil Modeller para piyasalarında varolan bilginin en iyi şekilde değerlendirildiği varsayımına dayanmaktadır. Fakat para piyasalarının bu şekilde davrandıkları yönünde elde çok az delil vardır, dahası piyasaların eldeki verileri etkin bir şekilde değerlendirmeleri ile çatışacak derecede kötü hareket ettikleri yönünde daha fazla örnekler de mevcuttur.

Para piyasalarını etkin bir şekilde davranmaktan alıkoyan etkenlerden başta geleni sürü psikolojisidir. Shiller tarafından yapılan çalışmada satılan hisse senetlerinin tek sebebini fiyatların daha da düşeceği şeklinde piyasada varolan yaygın kanaate bağlamaktadır. Para krizleri açısından bakılırsa başlangıç sebebi ne olursa olsun bir

satış dalgası, koyun güdüsüyle çok daha büyük miktarlara ulaşabilmekte ve o paradan sürü psikolojisi ile toplu çıkışlara yol açabilmektedir.

İnsanın kavrama yeteneğinin sınırları ve eğilimleri bir tarafa, sürü psikolojisinin neden meydana geldiğine dair birçok açıklama mevcuttur. Bununla ilgili birinci açıklama yatırımcıların özel bir bilgiye sahip oldukları düşüncesinden kaynaklanan "bandwagon" etkisini incelemektedir. Farzedelim ki 1. yatırımcı Tayland emlak piyasası hakkında, 2. yatırımcı bankaların finansal yapıları hakkında, 3. yatırımcı da hükümetin mali durumu hakkında kamuca bilinmeyen gizli bir bilgiye sahip olmuş olsunlar. Şayet birinci yatırımcı biraz olumsuz bilgi alırsa satışa geçebilir. 1. yatırımcının satışa geçtiğini gören 2. yatırımcı, kendi sahip olduğu bilgi nötr nitelikte veya biraz pozitif nitelikte olsa bile o da satışa geçer. Diğer taraftan 3. yatırımcı ise kendi sahip olduğu bilgi çok pozitif içerikli bile olsa, 1. ve 2. yatırımcının satışa geçtiğini öğrendiği zaman o yatırımcıların kötü haber aldıklarını düşünür (gerçekte almamış olsalar bile) ve o da satışa geçer. Piyasalarda gizli bilgiye dayanan bu tür "bandwagon" etkilerin bir çeşit sıcak para oluşturduğunu ve ülkelerin ekonomik gelecekleri hakkındaki haberlere para piyasalarının bazen gereğinden fazla tepki vermesine yol açtıklarını belirtmektedirler.

Diğer bir açıklamada, krize eğilimli ülkelerde yatırım yapılan paranın büyük kısmının doğrudan ilk sahipleri tarafından değil de, aracı kurumlar tarafından idare edildiği gerçeğinin üzerinde durulmaktadır. Yükselen pazar fonlarına yatırım yapan sigorta fonu yöneticisini ele alalım. Şüphe yok ki bu yöneticinin halen popüler olmayan bir pazarda kaldığı durumda sonuçta kaybetme ihtimali, gözde bir pazarda kaldığı duruma göre daha fazla olur. Para fonu yöneticilerinin başarısının diğer fon yöneticilerinin durumlarına göre belirlendiği düşünülürse, yöneticilerin benzer şekilde hareket etmelerinin arkasındaki neden daha kolay anlaşılabilir.

Krizlerin Bulaşması(contagion)

Bulaşıcılığın en basit ve mantıklı anlatımı, ülkeler arasındaki bağlar ve ilişkilerdir. 1992-93 yıllarında Avrupa'da görülen para krizinde de rekabete dayalı devalüasyon etkeninden söz etmekte yarar vardır. Sterlin'in devalüasyonu Fransa'nın dış ticaretini ve istihdamını olumsuz etkilemiş, ya da zamanla etkileyeceği düşünülmüş, böylelikle Fransız hükümeti üzerindeki sabit kur rejiminin terkedilmesine yönelik baskılar artmıştır.

Ancak gerçekte, gerek Avrupa'daki gerekse Asya'daki kriz tecrübelerinde, ülkeler arasındaki ticari bağımlılıklar teoride öngörülene nazaran daha zayıftır; 1998'deki Rusya krizinde ise, yok denecek kadar azdır. Rusya, Brezilya için ne önemli bir ihracat pazarı ne de dış dünyada ciddi bir rakiptir. Aynı şey Tequila Krizi'nin Arjantin'de yarattığı etki için de söylenebilir.

Bu noktada, bağlantıları zayıf olan ekonomiler arasında krizin bulaşması konusunda iki ilginç rasyonel açıklama geliştirilmiştir. Bunlardan birincisi, ülkelerin tam olarak gözlenemeyen benzer özellikler taşıdıklarıdır. Bu durumu tasvir etmek gerekirse, Latin Amerika ülkeleri "Latin Mizacı" olarak adlandırılacak ortak bir kültürü paylaşırlar, ancak bu kültürün ekonomik aktivitelere olan yansıması belirsizdir. Yatırımcılar, bu kültürel geçmişi paylaşan ülkelere birinin sabit kuru terketme konusunda baskı hissettiğinin farkına varırsa, hemfikir etmişçesine diğer ülkelerin de benzer bir baskıya maruz kalacakları kanısına kapılırlar. 1982 yılında Latin Amerika ülkelerinin dolar ağırlıklı borçları yüzünden yaşadıkları kriz, para krizi psikolojisine iyi bir örnek teşkil etmektedir. Kriz Meksika'dan bölgenin diğer ülkelerine çok büyük bir hızla yayılmıştır. Filipinler ise, ekonomik durumu ve dış borç stoku en az Meksika, Brezilya ve Arjantin kadar kötü olmasına rağmen başlangıçta krizden etkilenmemiştir. Ancak bir yıl sonra yatırımcılar, Filipinler'in bir Asya ülkesi olmaktan ziyade eski bir İspanyol kolonisi olduğuna karar vermişler ve spekülasyon saldırılarına başlamışlardır.

Sürü psikolojisinde olduğu gibi, olumsuz olayların yanında, olumlu beklentiler ya da etkiler de ülkeler arasında kolaylıkla yayılabilir. 1990'lı yılların başında Meksika ve Arjantin'deki reformlara bağlı olarak bölgeye hakim olan iyimserlik havası, ekonomik açıdan daha az çaba gösteren Brezilya'yı da pozitif yönde etkilemiştir.

Krizlerin Ortaya Çıkmasında Piyasa Manipülasyonu Etkisi

İster kendi kendini besleyen akılcı beklentilerle yaratılmış olsun, ister akıldışı sürü psikolojisi sonucu patlak versin tüm kriz senaryolarında büyük spekülasyonlarca yönlendirilen piyasa manipülasyonlarının kar etme olasılığı mevcuttur. Herhangi bir ülkenin, para birimine yapılacak spekülasyon bir saldırıdan olumsuz etkileneceği ya da bölgede yapılan devalüasyonları takiben parasını devalüe edeceği varsayılırsa, büyük bir yatırımcı önce kısa pozisyon alarak daha sonra ise blok satışlarla veya farklı bir stratejiyle krizin tetiğini çekerek, çok büyük karlar elde edebilir.

2.2.2 Bankacılık Krizleri

Bankacılık krizi, iki farklı durumu ifade eder. Bunların ilkinde, gerçek veya potansiyel banka iflasları veya banka başarısızlıkları, bankaların yükümlülüklerini yerine getirmesini engeller. İkincisinde ise devlet, bankacılık kesiminin krizini önlemek için büyük ölçüde bankalara yardımlarını artırarak, müdahale de bulunur.

Banka iflaslarının ekonomi üzerindeki etkileri, finans dışı kurumların iflaslarından çok daha güçlüdür. Banka iflasları sistemdeki diğer bankalara daha kolay yayılmakta ve önemli bir bankanın batması çok sayıda mudinin yanı sıra, tüm bankacılık sektörünü, bu bankalarla ilişkili şirketleri, mevduat sigorta kurumlarını ve son durak borç merci kapsamında bütçe dengesi ile para arzını etkilemektedir. Bankacılık krizleri genellikle ekonomik daralmayı beraberinde getirmektedir.

Bankacılık sisteminde sorunları olan ülkeler sadece daha yüksek bir bankacılık krizi riskine değil, döviz kurunu herhangi bir nedenle baskılama uygulamasına gidiyorsa döviz krizi riskine de sahiptir. Finansal sisteme olan güvensizlik ile iktisat politikalarına olan güvensizlik arasındaki bağlantı açısından da sağlam bir bankacılık sistemi önem kazanmaktadır.

2.2.2.1 Bankacılık Krizlerinin Nedenleri

2.2.2.1.1 Kredi Riski ve Bankacılık Krizleri

Kredi riski, kredi müşterisinin borcunu ödeyememesi durumudur. Az sayıda müşteriye verilen yüksek miktarda kredi veya belli sektörlerle yönelik kredi yoğunluğu, bu riski artırır. Bu kredi riskinin nicel yönüdür ve portföy çeşitlendirilmesi ile azaltılabilir. Ama, bu riskin bir de nitel yönü vardır. ([http:// newrisk.ifci.ch/138410.htm](http://newrisk.ifci.ch/138410.htm),1) Çeşitlendirilmiş bile olsa dikkatli bir eleme sistemine sahip olmayan bankalar nitelik açısından daha kötü bir aktif yapısına sahip olacaklarından, herhangi bir dışsal şokta borcunu ödemeyen müşteri sayısının çokluğu nedeniyle, ödeyebilirliğini yitirebilirler.

Kredi riskini azaltmak için birçok ülkede çeşitli düzenlemeler yapılmıştır. Belli sektörlerde ve kişilerde kredi yoğunlaşmasının kısıtlanması, bir gruba veya kişiye açılacak kredinin banka sermayesinin belli bir oranını geçmesine izin verilmemesi bu düzenlemelere örnek olarak verilebilir (Karacan,1999:25).

Ayrıca ilişkili kredileme olarak adlandırılan aşırı risk alma durumu vardır. İlişkili kredileme; bankanın sahipleri, yöneticileri ve onlarla ilişkili kişilere kredi verilmesidir.

Basel komitesinin 1992 raporuna göre, ülkelerin % 90 'ı, tek bir müşteriye banka sermayesinin %60'ının üzerinde kredi açılmasına izin vermemektedir. Birçok gelişmiş ülkede bu oran sermayenin %25'idir (Goldstein-Turner,1996:21).

2.2.2.1.2 Likitide Riski ve Bankacılık Krizleri

Likitide riski, bankaların zamanı geldiğinde yükümlülüklerini yerine getirememe riskidir. Likitide riski, bireylerin likitide tercihi değişmedikçe bir bankadan çekilen para, sonunda başka bir bankaya gideceğinden sistemin tümünü tehdit etmez ama, mudilerde herhangi bir sebepten kaynaklanan birikimlerini sistemden çıkarma eğilimi baş gösterdiğinde, sistemin tümü likitide problemi ile karşı karşıya kalır. Bunun nedeni bankaların yapısından dolayı aktif-pasif vadelerinin farklı olmasıdır. Likitide sorunun arka planında daha ciddi sorunlar yoksa likitide sıkışıklığı sadece vade uyumsuzluğu nedeniyle gerçekleşmişse bankalar piyasadan rahatlıkla borçlanabilirler (Goldstein-Turner,1996:23).

Bir çok ülkede, mudileri likidite riskine karşı korumak üzere düzenlemeler yapılmıştır. Bankaların topladığı mevduatın, ne kadarın nakit olarak tutacağı, ne kadarını nakte kolayca dönüşebilen varlıklar olarak tutacağı kurallarla belirlenmiştir. Yine de bu tür düzenlemeler sistemik risklerde yetersizdir.

2.2.2.1.3 Fiyat Riski ve Bankacılık Krizleri

Fiyat Riski, bankaların ellerinde tuttıkları enstrümanların (hisse senedi, bono vb) fiyatlarının düşme riskidir. Bu risk ; genel risk ve spesifik fiyat riski olarak ikiye ayrılabilir. Genel risk, makroekonomik politikada değişiklik gibi bir nedenle, tüm enstrümanların fiyatlarında bir düşüş gerçekleşmesidir. Spesifik fiyat riski ise, bir veya birkaç enstrümanın fiyatının düşmesidir (Karacan,1999:27). Çeşitlendirme ve garantileme (Hedge) ile spesifik riskten kaçınılabilir. Fakat bu yöntemler genel riskten kaçınmakta işe yaramaz.

2.2.2.1.4 Döviz Kuru Riski ve Bankacılık Krizi

Döviz kurunun volatilesinden kaynaklanan risklerdir. Bir bankanın yabancı para yükümlülükleri, yabancı para varlıklarını geçiyorsa banka açık pozisyonda (short), tam tersi durumda ise kapalı pozisyonadadır (long). Açık pozisyonda; döviz kurunda bir artış, kapalı pozisyonda ise, bir azalış bankanın zarar etmesine sebep olacaktır.

Döviz kurundaki dalgalanmaların bankacılık sistemine etkisi, döviz krizi – bankacılık krizi ilişkisi başlığı altında incelenecektir.

2.2.2.1.5 Finansal Liberizasyon ve Bankacılık Krizleri

Bankacılık krizleri, finansal baskının kaldırılması ve finansal liberalizasyon uygulamaları sonrasında yoğun olarak gözlemlenmektedir. Nitekim, IMF üyesi olan üç ülkeden ikisinde toplam 250 milyar ABD Doları'nın üstünde kayıpla sonuçlanan banka krizlerine rastlanmıştır; (Honohan,1999:9) IMF ülkelerinden dörtte üçüne karşılık gelecek şekilde bankacılık kesiminde önemli problemlerle karşılaşmıştır (Lindgren-Garcia-Saal,1996:21). Bu krizlerin çoğunluğu, sözkonusu ülkelerdeki finansal piyasaların ve bankacılık sisteminin deregülasyonu sonrasında gerçekleşmiştir.

Fischer ve Chenard tarafından gerçekleştirilen çalışmada, finansal liberalizasyon ve bankacılık krizi arasındaki bağlantı, teorik ve ampirik olarak incelenmektedir. Bu çalışmada, finansal liberalizasyonun bankacılık sisteminin kırılganlığını artırarak geniş kapsamlı sistematik bir krize neden olduğu ileri sürülmekte; ayrıca, bankacılık sektörüne ilişkin mevduat güvencesi sisteminin bankaların aşırı risk almasına neden olarak kriz olasılığını arttırdığı ifade edilmektedir (Fischer-Chenard,1997:14).

Konu ile ilgili diğer bir çalışma Demirgüç-Kunt ve Detragiache (1998) tarafından gerçekleştirilmiş olup 1980-95 dönemine ait 53 ülke verisi ekonometrik bir model kapsamında değerlendirilerek bankacılık krizi ve finansal liberalizasyon arasındaki ampirik ilişki incelenmiştir. Bu çalışmada, bankacılık krizinin ağırlıklı olarak liberalize edilmiş finansal sistemlerde ortaya çıkmasının muhtemel olduğu, ancak kurumsal çerçevenin güçlü olması halinde finansal liberalizasyonun bankacılık sektörünün kırılganlığı üzerindeki etkisi minimuma düşeceği ifade edilmektedir. Kurumsal yapının zayıf olduğu ülkelerde liberalizasyon süreci öncesinde veya sırasında makroekonomik istikrar sağlansa bile finansal istikrarsızlığın kontrol altına alınmasının zor bir süreç olacağına dikkat çekilmektedir. (www.worldbank.org/research/interesest/wrkpapers.htm)

Liberalize edilmiş bir bankacılık sisteminin finansal kriz olasılığına karşı duyarlılığını arttıran hususlar özet olarak şu şekildedir.

1. Liberalizasyon öncesi sıkı kontrollerin sözkonusu olduğu finansal sistemlerde banka kredisi faiz oranlarına tavan uygulanmakta olup bankaların yüksek risk primi

uygulamaları mümkün olmadığı için riski yüksek müşterilere yönelik kredi tahsisi engellenmektedir. Ancak finansal liberalizasyon ile birlikte faiz oranları üzerindeki sınırlamaların kaldırılması sonucu bankalar yüksek faiz oranları üzerinden kendilerine daha yüksek kazançlar sağlayacak şekilde, riski yüksek projelere kredi tahsisini arttırmaktadır.

2. Liberalize edilmiş finansal sistemlerde, nominal faiz oranları piyasa tarafından belirlenmekte olup değişken bir nitelik göstermektedir. Bankaların önemli bir fonksiyonu, kısa vadeli yükümlülüklerinin (mevduatlar) uzun vadeli aktiflere (yatırım ve tüketim kredileri) çevrilmesi olduğu için faiz oranlarındaki dalgalanmalara karşı oldukça hassastır. Genellikle, kısa vadeli aktiflerden elde edilen gelirlerle finanse etmenin pek mümkün olmaması, bu duyarlılığı daha da arttırmaktadır. Ayrıca iyi işleyen bir interbank piyasa gelişimi sağlanmadan önce liberalizasyona gidilmesi halinde bankalar geçici likidite sıkıntılarını gidermekte zorlukla karşılaşacaklardır. Merkez Bankası gerekli müdahaleyi yapmadığı takdirde likidite sorunu ile karşılaşılacak ve bu sorun diğer bankalara da yayılarak sistematik bir krize neden olabilecektir.

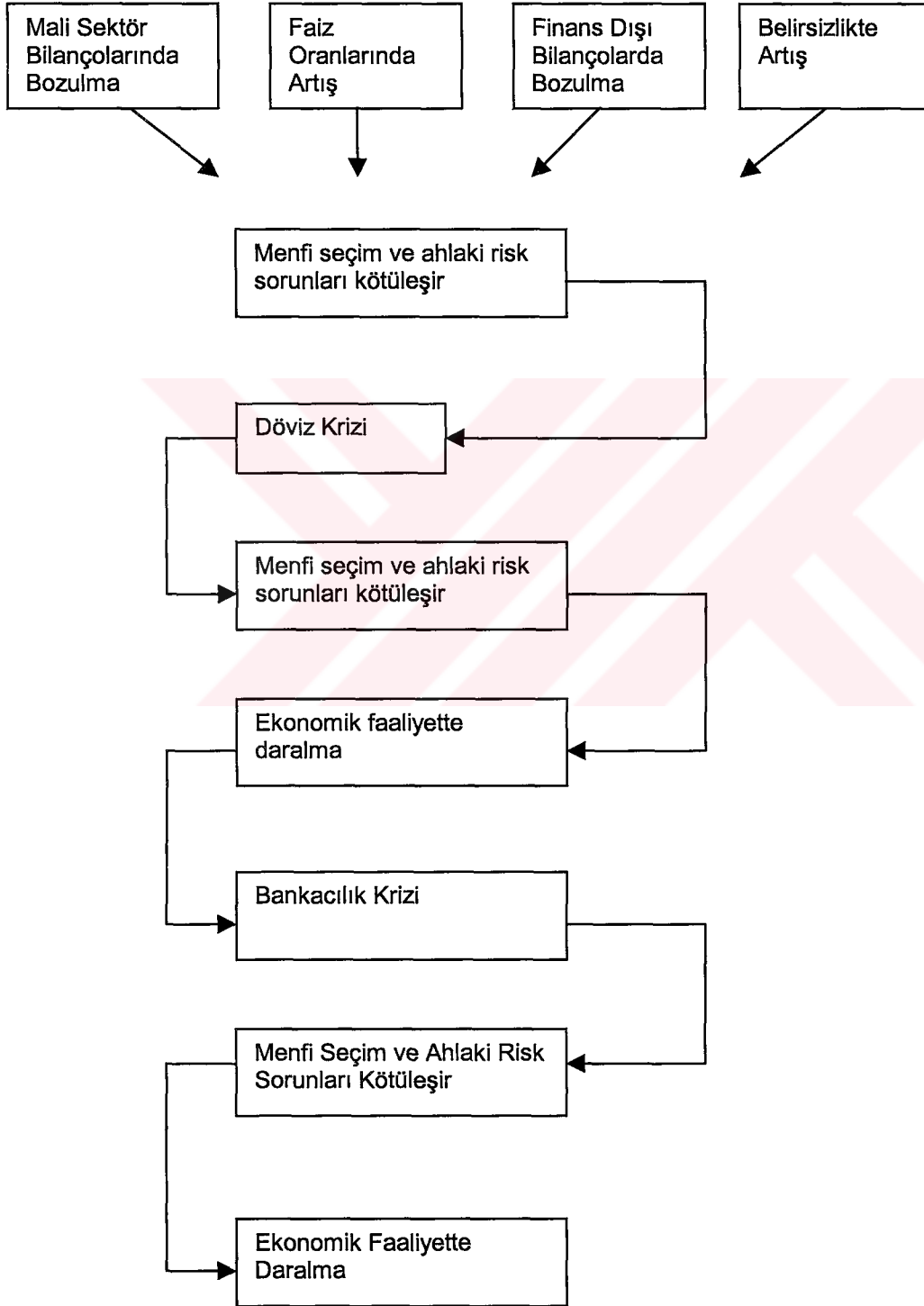
3. Finansal liberalizasyon sürecine giren birçok ülkede dış finansal serbestleştirme uygulamaları kapsamında uluslararası sermaye hareketleri üzerindeki engeller kaldırılmıştır. Ancak bu hareketler, başka bir risk türüne, yani döviz kuru riskine neden olmaktadır.

2.2.2.2 Para Krizi – Bankacılık Krizi İlişkisi

Para krizleri ile bankacılık krizleri arasında birçok karşılıklı etkileşim mekanizması vardır. Döviz kurunun sabitlenmesi veya reel değerinin altında tutmaya çalışması, bankacılık sektörünü krize daha açık hale getirirken, bankacılık krizlerinden korunma mekanizmalarından son durak borç merci işlevinin yerine getirilmesi, döviz kuru üzerinde artan bir baskıya sebep olur. Ayrıca döviz kurunun baskılanması, bankaların açık pozisyonlarının artmasını teşvik edici bir unsur oluşturup döviz risklerini arttırmaktadır. Bunun yanı sıra böyle bir politika, gelişmekte olan ülkelerde enflasyonist ortamında etkisi ile finans kurumları dışındaki işletmelerin döviz borçlarının, borç portföylerinde önemli bir yer tutmasına neden olmaktadır. Bu da, döviz krizleri ile bankacılık krizleri arasındaki mekanizmayı güçlendirmektedir.

Ayrıca bu ilişki tek yönlü değildir. Bankacılık krizleri de döviz krizini tetikleyebilir. Bu tarz etkileşim mekanizması mevduat sigortası kanalıyla ortaya çıkmaktadır. Bu etkileşim mekanizmasının ayrıntılarına girildiğinde, ilk kritik parametrenin faiz oranları olduğu görülür. Mishkin, sürecin ilerleyişini şöyle bir tablo özetlemektedir.

Şekil 2.1 Bankacılık Krizi, Döviz Krizi İlişkisi



Kaynak: Mishkin,1997:75

2.2.3 Sistemik Finansal Krizler

Sistemik finansal krizler, finansal sistemde ortaya çıkan ve finansal sistemin, varlık değerlemesi, kredi tahsisi ve ödemeler gibi önemli işlevlerini kesintiye uğratan bir şok biçiminde tanımlanır. Sistemik krizler, bir para krizi içerebilirken, para krizleri her zaman sistemik finansal krizlere yol açmayabilir (Marshall,1998:15).

Bu krizin temel karakteristikleri ise aşağıdaki gibi sıralanabilir :

Sistemik kriz, finansal piyasalarda ortaya çıkar veya finansal piyasalarca boyutları büyütülür. Örneğin firmaların ihtiyacı oldukları iç finansman dışı kaynaklara ulaşamaması bir sistemik kriz göstergesidir.

Sistemik finansal krizlerde mutlaka bir yayılma süreci vardır. Bir ülke veya firmalardaki sorunlar Asya krizinde olduğu gibi diğer bir ülke veya firmalarda çözümsüzlüğe veya iflaslara yol açar.

Sistemik krizde yatırımcı güvenini kaybeder bunun sonucu olarak mali sistemin ihtiyacı olan likidite azalır. Bu borç alan firmaların kredibilitelerindeki bir azalmadan değil, tamamen yatırımcının kendi düşüncesinden kaynaklanır.

Sistemik kriz önemli sayılabilecek ölçülerde çıktı kaybına neden olur. Yani kriz tek bir piyasadaki çalkalanma kendisi dışında ekonomideki diğer piyasaları etkilemiyorsa sistemik kriz olmaz. Sistemik krizler mutlaka politik müdahaleyi doğurur. Bunun için krizle birlikte oluşan iflasların ekonominin önemli bir kısmı üzerinde olumsuz etkiler yapması gerekir.

Sistemik krizin bir başka özelliği de krize yol açan çok ciddi bir olayın olmamasıdır. Örneğin Asya krizinde ülkelerde bazı yapısal olumsuzluklar kriz öncesinde bilinmesine rağmen, yatırımcılar yine bu ülkelerde likidite sağlamaya devam etmişlerdir. Ancak aniden fonlarını çekerek krizin yayılmasında etkili olmuşlardır.

2.2.4 Dış Borç Krizleri

Dış borç krizi, bir ülkenin ister kamu ister özel kesime ait olsun dış borçlarını ödeyememesi durumunda oluşur. Dış borçlar, dışarıdan sağlanan kaynakların belirli bir plana bağlı olarak anapara taksitleri ve faizleriyle birlikte geri ödenmesini gerektirir. Bu da ülkenin ihracatı, döviz kaynakları ya da genel olarak ekonomik faaliyetleri üzerinde bir baskı doğurur. Reel açıdan bu yük, her yapılan üretim ya da

kişi başına düşen milli gelirin belirli bir payının dış borçların ödenmesinde kullanılması demektir. Kuşkusuz dış borçlar arttıkça, süre ve faiz oranları açısından elverişsiz koşullar oluştuğunda, bu yük de o kadar artacaktır (Dooley,1998:12).

Yeni sanayileşmekte olan ülkeler 1970'lerde hızla yükselen petrol maliyetlerini ödemek için özellikle sanayileşmiş ülkelerdeki özel bankalara büyük ölçüde borçlanmışlardır. 1980'lerin başlarında ise bu borçları ödeyemez duruma düştüler. Petrol ihracatçısı Meksika bile, artan petrol gelirlerine güvenerek, yabancı bankalardan aşırı biçimde kısa vadeli borçlanmaya gitmişti. Ama 1982'de itibaren petrol fiyatları düşmeye başlayınca Meksika da dış borçlarını ödeyemeyeceğini ilan etmişti (Ağustos 1982). Böylece 1980'lerin başlarında Meksika, Arjantin, Brezilya, Peru, Şili, Yugoslavya ve Türkiye gibi ülkelerde ağır bir "dış borç krizi" ortaya çıkmıştı. Borçların ödenmemesi karşısında, çoğu borçlu ülkeler borç veren gelişmiş ülke bankalarıyla borç erteleme anlaşmaları yapmışlardır. Bu anlaşmalar IMF'in aracılığıyla yapılmıştır. Görüşmelerde IMF borçlu ülkelere ithalatı kısmayı, enflasyonu ve ücret artışlarını düşürmeyi ve kalkınmayı sürdürülebilir bir temele oturtmayı öngören kemer sıkma politikaları öneriyordu, ağır borçlu ülkelerdeki bu dış borç krizinin bir dünya mali krize dönüşmesinden endişe ediliyordu. Ancak korkulan gerçekleşmedi. Borçların faizlerinin bir kısmı silindi, ama borçlu ülkeler kalan borçlarını yeniden düzenli biçimde ödemeyi başarmıştır.

Wadeveneroso (1998) göre, 1980'lerde Latin Amerika ülkelerinde yaşanan borç krizlerinin iki temel nedeni bulunmakta idi (Karacan,1999:27). Bunlardan birincisi kötü makroekonomik politikalar, diğeri ise rekabetçi piyasa şartlarında, özel firmalardan ziyade, istikrarsızlığa neden olan hükümetlerce yapılan dış borçlardır.

2.3 Krizlerin Öncü Göstergeleri

IMF tarafından, daha önce yaşanan krizlerden elde edilen deneyimler kapsamında muhtemel bir para krize karşı duyarlılığı arttıran değişkenler tespit edilmiştir. Bu değişkenler, reel döviz kuru, kredi artışı ve teminat altına alınmamış yurtiçi bankacılık sektörü yükümlülüklerini gösteren M2'nin toplam uluslararası rezervlere olan oranıdır. Bu değişkenlerin normal zamanlardaki ortalama seviyesinin üstünde olması, o ülkenin potansiyel bir krize karşı duyarlılığını arttırmaktadır. Ulusal paranın aşırı değerlenmesi, muhtemel bir kriz olasılığını belirten en erken ve en iyi göstergelerden

birisidir. Krizin başlangıcından yaklaşık 13 ay önce ulusal paranın iki yıl önceki ortalama değerine kıyasla reel değer kazanması, dikkat çekici bir göstergedir.

Aşağıdaki tabloda, krize karşı duyarlılığı arttıran faktörler gösterilmektedir. Yukarıda bahsedilen üç göstergenin yanısıra, bu göstergeler kadar düzenli olmayan ama erken uyarı sinyali veren başka göstergeler de sözkonusudur. Bunlardan, gevşek para politikası uygulamasının bir sonucu olan düşük reel faiz oranları oldukça önemlidir. Ticaret şartlarında ise krizden yaklaşık 8 ay önce hissedilmeye başlanan bozulma belirtileri, gelişmekte olan ülkeler için güçlü bir göstergedir. Dünya faiz oranlarındaki artış ise ancak krize çok yakın bir süre kala sinyal vermektedir. Ayrıca bir ülkede ortaya çıkan kriz, o ülke ile yakın ticari ve finansal ilişkilere sahip olan veya ekonomik açıdan benzerlikler gösteren diğer ülkeler için de uyarıcı nitelikte olup krizin bölge içi ve bölgelerarası bulaşma ve yayılma etkilerine dikkat çekmektedir.

IMF tarafından, ulusal paranın değer kazanması, reel yurtiçi kredi hacmindeki artış ve M2/Uluslararası Rezerv oranı kullanılarak muhtemel bir para krizine karşı makroekonomik duyarlılığı gösteren bir indeks oluşturulmuş, bu indeks kapsamında Kasım 1993-97 dönemine ilişkin olarak Asya ve Latin Amerika ülkelerine ilişkin hesaplamalarda bulunulmuştur. Burada dikkat edilmesi gereken husus, sözkonusu indeksin krize tahmine yönelik değil kriz riskini arttıracak şekilde hassasiyeti belirlemek için oluşturulduğudur. Ayrıca kriz, sadece bu göstergelerdeki değişim sonucu meydana gelmemekte, sözkonusu göstergelerde belirgin bir değişiklik olmadan yayılma etkisiyle de kriz gerçekleşebilmektedir.

Finansal krizlere neden olan unsurların, sadece makroekonomik göstergelerde yaşanan hassasiyet olmaması, politik olaylar, yayılma etkisi ile bağlantılı olarak yatırımcıların güveninin sarsılması gibi unsurlar da krize neden olduğundan tek bir endeks krize neden olan karmaşık gelişmeleri yeterince açıklamamaktadır. Ayrıca Asya krizi, bankacılık sisteminde geri ödenmeyen kredilerin, hem finans kesimi hem de şirketler kesiminde kısa vadeli para riskinin olası bir kriz riskine karşı hassasiyeti arttıran faktörler olduğunu ve inceleme kapsamına alınması gerektiğini ortaya koymuştur. Diğer bir husus ise, endeksin gelişmekte olan ülkelere uygun olmasına rağmen konjonktür döneminde artan farklılıklar ve işgücü piyasası şartlarına ilişkin politika talepleri gibi sanayileşmiş ülkeler için önemli olan faktörleri kapsamamasıdır (IMF Staff Survey, World Economic Outlook, Mayıs 1998)

Tablo 2.2 Para Krizini Önceden Haber Veren Göstergeler

Göstergeler	Ülke Grubu	Kriz Öncesi Aylar		
		13 ay	8 ay	3 ay
Ulusal Paranın Aşırı Değerlenmesi	Sanayileşmiş Gelişmekte Olan	*	*	*
		*	*	*
Yurtiçi Kredi Genişlemesi	Sanayileşmiş Gelişmekte Olan		*	*
			*	*
M2 / Rezevler'in Artışı	Sanayileşmiş Gelişmekte Olan	*	*	*
		*	*	*
Hisse Senedi Fiyatlarında Düşüş	Sanayileşmiş Gelişmekte Olan	*	*	*
Düşük Yurtiçi Reel Faiz Oranı Düzeyi	Sanayileşmiş Gelişmekte Olan	*	*	
Ticaret Hadlerinde Kötüleşme	Sanayileşmiş Gelişmekte Olan		*	
Dünya Faiz oranlarındaki Artış	Sanayileşmiş Gelişmekte Olan			*
				*

Not: Yukarıdaki tablo, 1975 Ocak ayından 1997 Kasım ayına kadar olan dönemde 20'si sanayileşmiş olmak üzere toplam 50 ülkeye ilişkin aylık veri toplanarak yapılan regresyon analizi sonuçlarını göstermektedir.

Kaynak: IMF Staff Survey, World Economic Outlook, Mayıs 1998

Aynı şekilde Kaminsky, Lizondo ve Reinhart (1997:9-10) finansal krizleri öngörmede referans olarak kabul ettikleri değişkenleri 10 alt başlık halinde gruplandırmıştır.

Bunlar:

- **Sermaye hesabı** : Uluslararası rezervler, sermaye akımları, kısa dönemli sermaye akımları, doğrudan yabancı sermaye, yurtiçi ve yurtdışı faiz oranları arasındaki farklılıklar.
- **Borç profili** : Toplam dış borç, kamu dış borcu, kısa dönemli borçlar, faiz yapısına ve kredi verenlerin tipine göre sınıflandırılan borç payı, borç servisi ve yabancı yardımlar.
- **Cari işlemler hesabı** : Reel döviz kuru, cari işlemler dengesi, dış ticaret dengesi, ihracat, ithalat, ticaret hadleri, ihracat fiyatları, tasarruflar ve yatırımlar.

- **Uluslararası değişkenler** : Yabancı reel GSMH büyüme hızı, faiz oranları ve fiyat seviyesi.
- **Finansal serbestleşme** : Kredi büyümesi, para çarpanındaki değişme, reel faiz oranları, banka borç ve mevduat faiz oranları arasındaki fark (spread).
- **Diğer finansal değişkenler** : Merkez bankasının bankacılık sistemine aktardığı kredi miktarı, para talebi ve arzı arasındaki açıklık, tahvil getirileri, yurtiçi enflasyon oranı, gölge döviz kuru, M2 / uluslararası rezervler.
- **Reel sektör** : Reel GSMH büyüme hızı, üretim, ücretler, hisse senedi fiyatlarındaki değişmeler, istihdam / işsizlik, üretim açığı.
- **Mali değişkenler** : Mali açık, hükümet tüketimi ve kamu sektörüne yönelik krediler.
- **Kurumsal - yapısal faktörler** : Açıklık, mal dağınıklığı, döviz kontrolleri, sabit döviz kuru sisteminin uygulandığı periyot, finansal serbestleşme, bankacılık krizleri, geçmişte yaşanan döviz krizleri.
- **Politik değişkenler** : Hükümet değişikliği, yeni maliye bakanı, politik istikrarsızlık, seçim.

Kaminsky ve Reinhart (1997) modellerini geliştirirken onbeşi gelişmekte olan (Arjantin, Bolivya, Brezilya, Şili, Kolombiya, Endonezya, İsrail, Malezya, Meksika, Peru, Filipinler, Tayland, Türkiye, Uruguay ve Venezüella) ve beşi gelişmiş ülke (Danimarka, Finlandiya, Norveç, İspanya ve İsveç) olmak üzere, yirmi ülkede 1970-1995 arası yaşanan yetmişaltı krizi temel almıştır.

3. FİNANSAL KRİZLERİN İNCELENMESİNDE ÇARPICI ÖRNEKLER: LATİN AMERİKA FİNANSAL KRİZLERİ

İkinci Dünya Savaşı sonrası, yüksek ve kronik enflasyon olgusu, Latin Amerika ülkelerinde yoğun olarak yaşanmıştır. 1970'lerdeki birinci petrol şokunun dış ticarete yarattığı olumsuz etkileri, geniş bir sermaye akışıyla atlatmışlardır. Latin Amerika ülkeleri 1980'lerden itibaren, düşük büyüme ve yüksek enflasyonu önlemeye yönelik reformlar uygulamaya koymuştur (Bruno,1991:156-157).

Makro ekonomik tepkiler ve enflasyon oranları bakımından ülkeden ülkeye farklılıklar görülse de 1980'ler, çoğu Latin Amerika ülkesi açısından, çok düşük büyüme ve çok yüksek enflasyonlu, "yitirilmiş bir on yıl" dır (the long lost decade). Kriz ülkelerinin çoğunda, 1980'lerin ikinci yarısında, artan ölçüde yapısal reform süreçleri yaşanmıştır. Artan sayıda ekonomi, ticaret politikalarını giderek daha dışa açık hale getirmiş, reformlar oldukça yaygınlaşmış ve kamu sektörünün rolünde önemli değişiklikler gerçekleşmiştir. Ancak Latin Amerika ülkeleri yine de kriz yaşama alışkanlıklarından vazgeçmemiş ya da vazgeçememiştir.

Meksika, pekçok istikrar girişiminin yaşandığı bir Latin Amerika ülkesi olarak 1988'de başarılı sayılabilecek heterodoks özellikler taşıyan bir program uygulamasından sonra istikrarını 1989 – 94 döneminde koruyan, fakat 1994 finansal kriziyle dengeleri yeniden alt üst olan bir ülkedir. Ancak 94 krizinden sonraki bir iki sene içinde aldığı dış yardımlarında etkisiyle ekonomisini nispeten stabil hale getirebilmiştir.

Arjantin 1990'lı yılların başına kadar ekonomik dalgalanmanın ve hiperenflasyonun sıkça yaşandığı bir ülkeydi. 1985 yılında uygulanan Austral Planı heterodoks özellikler taşıyan fakat başarısızlıkla sonuçlanan bir programdır. Arjantin, 1991 Konvertibilite Planı ile 94 Tequila Krizine kadar istikrarlı bir portre çizmiştir. Bu kriz Arjantini, içinden çıkamadığı ekonomik durgunluk sürecine itmiştir. 94 krizi, ekonominin durgunluk içine girmiş olmasında önemli bir faktör olmasına rağmen tek belirleyici sebep olmamış; dış borçların bozuk yapısı ve IMF'in isteklerine, artık geri dönülemeyecek kadar bağımlı hâle geldikten sonra karşı çıkmalar ve buna bağlı olarak

uluslararası piyasalarda yalnız kalması 2001 yılının sonunda Arjantini sosyal patlamayla birlikte derin bir finansal krize sürüklemiştir.

1980'lerin başından 1990'ların ortalarına kadar yüksek enflasyon ve ekonomik belirsizlik ortamı ile mücadele eden Brezilya, 1 Temmuz 1994 tarihinde uygulamaya koyduğu "Real Planı" ile enflasyonist ortamı ortadan kaldırmayı başarmış ve ekonomiye güveni yeniden sağlamıştır. Latin Amerika ekonomileri içinde önemli bir güce sahip olan dinamik Brezilya ekonomisi, ekonomik istikrarın sağlanmasından sonra, tüm sektörleri ile köklü ve hızlı bir değişim süreci içine girdi. Brezilya, enflasyonu tek haneli rakamlara indirebilmiş, ama dış borç sorunlarını bir türlü çözüme kavuşturamamıştır. Dolayısıyla, düşük enflasyonun kalıcılığı da hala tehlikededir.

Tablo 3.1 Güney Amerika'da Makroekonomik Rasyolar

		Cari Açık/ GSMH	Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri /GSMH	Kamu Borcu/ GSMH	Toplam Dış Borç/ GSMH	Kamu Açık/ GSMH
MEKSİKA	1988	-1,4	0,58	66	49,7	-8,72
	1989	-2,8	0,19	59,5	47,2	-4,84
	1990	-3	1,38	49,3	41,2	-2,25
	1991	-5,1	4,45	39,2	37,4	-0,3
	1992	-7,4	5,46	29,5	33,2	1,43
	1993	-6,4	7,17	24,4	33	0,69
	1994	-7,7	2,4	24,8	34	-0,32
BREZİLYA	1994	-0,21	1,3	28,5	27,3	-26,9
	1995	-2,62	0,32	29,9	22,6	-7,2
	1996	-3,05	0,78	34,4	23,2	-5,86
	1997	-3,79	0,65	34,4	24,7	-6,07
	1998	-4,46	-0,22	41,7	30,8	-7,87
	1999	-4,78	0,2	49,4	44,9	-10
	2000	-4,15	0,4	49,3	39,2	-4,59
ARJANTİN	1996	-2,4	4,8	41,1	40,3	-2,2
	1997	-4,1	6,5	38,1	42,4	-1,7
	1998	-4,8	6,8	41,3	47,1	-1,5
	1999	-4,4	5,2	43	51,1	-2,8
	2000	-3,2	3	43,53	52,6	-2,4
	2001	-1,3	1,1	49,4	50	-0,3

Kaynak: www.banxico.org.mx, www.bcra.gov.ar, www.bcb.gov.ar

Bununla birlikte bu üç bölge ülkesinin yaşadığı krizlerde önem arz eden ve değişen oranlarda da olsa sebep sayılabilen makroekonomik rasyolar

karşılaştırmalı olarak tablo 3.1’de verilmiştir. Bu oranlar çalışmanın ilerki bölümlerinde ve sonuç kısmında Meksika, Brezilya ve Arjantin’de yaşanan finansal krizlerin açıklanmasında bize yardımcı olacaktır.

Aşağıdaki tabloda da Meksika, Brezilya ve Arjantin’de yaşanan finansal krizler çeşitli özellikleri dikkate alınarak karşılaştırılmaya çalışılmıştır.

Tablo 3.2 Güney Amerika’da 1990 Sonrası Finansal Krizlerin Karşılaştırılması

	MEKSİKA	BREZİLYA	ARJANTİN
Krizlerin Tarihi	Aralık 94 Mart 95	Ocak 99 Mayıs 99 2001-?	Aralık 2001 ?
Makro Problemler	Cari İşlemler Açığı, Zayıf Bankacılık Sistemi	Bütçe Açığı, Bozuk Borç Profili, Düşük ekonomik performans	Bozuk Borç Profili, Resesyon, işsizlik
Kısa Vadeli Dış Borçlar	Tesobonos	Özel Sektörün Borçlanması	
IMF Etkisi	VAR (göreceli olarak az)	VAR	VAR
Krizlerin Tetikleyicisi	Sermaye Kaçışı, Toplumsal Huzursuzluk	Sermaye Kaçışı ve Buluşma	Siyasi Anlaşmazlık, Toplumsal huzursuzluk
Politik Risk	Başkanlık Seçimi (Aralık 94)	Başkanlık Seçimi (Ekim 98)	2 hafta içinde 4 ayrı hükümet
Uyarıcı Sinyal	Tesobonos’daki hızlı artış	Rusya Krizinden Sonraki Sermaye Kaçışı	IMF desteğinin çekilmesi
Finansal Liberalizasyon	1980’lerde	1990 başında	1992
İstikrar Programı	Pacto Uygulaması 1987-1994	Real Plan 1994-1999	Konvertibilite Planı 1991-2001
Kriz Sonrası IMF Paketi	1 Ocak 1995 51,6 Milyar \$	Krizden Sonra 3 Stand-By	24 Ocak 2003 2.174.500.000 SDR

Tablo yazar tarafından hazırlanmıştır

3.1 Meksika'daki Finansal Krizler

Meksika, uzun yıllar yüksek kronik enflasyon yaşamış bir ülkedir. Fakat enflasyon hiçbir zaman hiperenflasyon düzeyine ulaşmamıştır. Sadece 1983, 1987 ve 1988 yıllarında üç haneli enflasyon gerçekleşmiştir. Meksika 1970'den itibaren 1976, 1982 ve 1994'de üç büyük ekonomik kriz geçirmiştir. Bu süre zarfında, altı yıllık bir periyodla kriz geçirme kuralının tek istinası 1988 yılıdır ve bu yıl, 1987 Aralık ayında başlatılan köklü bir istikrar programının olumlu etkilerinin hissedilmeye başladığı yıldır. 1987-1988 yıllarında uygulamaya konulan istikrar programı ile Meksika istikrara kavuşmuştur. Fakat 1994 yılına gelindiğinde, daha önceki krizlerden farklı olarak yüksek enflasyonun sebep olmadığı bir finansal kriz yaşanmıştır. Bu bölümde Meksika için önem teşkil eden 1987-88 istikrar programı ve 1994 Tequila krizi üzerine yoğunlaşılacaktır.

3.1.1 Meksika'da 1987-88 İstikrar Programı Öncesi Gelişmeler

Meksika, ekonomik tarihinde beş kez büyük çapta finansal krize girmiştir. Bunların hepsinde ulusal parası olan Pesoyu büyük oranlarla devalue etmek zorunda kalmıştır.

1954 yılında yaşanan ilk finansal sıkıntı Pesonun büyük çapta devalüasyonuna sebep olmuş, sonrasında uygulanan istikrar programı devalüasyondan üç ay sonra yıllık enflasyonu %20'nin altına düşürerek başarılı bir seyir izlemiştir. 1976-77 krizinin sebepleri ise 1971 yılında yönetimin başına geçen Başkan Luis Echeverra Alvarez'in izlediği aşırı Keynezyen politikalarda aranmaktadır. Hızlı büyümeyi sağlamak ve düşük gelirli sınıfa devlet yardımı yapabilmek için hükümet hem iç hem dış borçlanma yolunu seçmiştir. Dış borç 1976'da 1970'deki rakkamın tam üç katına çıkmıştır. 1974 yılındaki birinci petrol şoku ihracat gelirlerini arttırmasına rağmen yüksek borç kamu açıklarını doğurmuş ve başkanın hem iç hem dış sermaye sahiplerine karşı yaptığı sert açıklamalar sermayenin ülkeden kaçışına sebep olmuştur. Patlayan kriz ABD'nin sağladığı fonlarla birlikte uygulanan stabilizasyon programıyla aşılabilmiştir. Amerikan hazinesine bağlı ESF (Exchange Stabilization Fund)'un 300 milyon Dolar'lık ödemeler dengesi problemleri için verilen kredinin yanında IMF'un 963 milyon Dolar'lık yardımı krizin aşılmasında Amerikan yönetiminin önemli desteğinin bir göstergesi olarak gözümüze çarpmaktadır. Ancak bu hiçbir zaman son olmayacaktır. 1976-77 istikrar programının özelliğini bütçe açıklarının ılımlı bir şekilde azalması oluşturmaktadır. 1977-80 arasında kamu sektörü açıklarının, GSMH'ya

oranı ortalama olarak 1965-71 ortalamasının altına düşmüştür. 1954 ve 1976 istikrar programlarının ortak sonucu; enflasyonla mücadele sırasında ekonomik faaliyetlerin azalacağı yaklaşımını tersine, her iki deneyimde de enflasyondaki düşüşe ekonomideki canlanma eşlik etmiştir. (GAO,1996:31)

1982'de ise Meksika Hükümeti'nin ödemeler dengesi açığını kapatabilmek için Pesoyu devalue edeceği beklentisiyle krizin fitili ateşlenmiştir. Dönemin başkanı Jos Lopez Portillo ağustosta Pesoyu %40 oranında devalue etmiş ve artan dış borçlara karşı moratoryum ilanında bulunmuştur. Petrol gelirlerindeki artış Portillo'yu serbest piyasa reformlarını yapmasını desteklemiş ve Echeverro zamanındaki genişleyici politikaların devam etmesine izin vermiştir. Günlük petrol üretimi 1978'de 1-2 milyon varilken 1982'de 2,8 milyon varile yükseltilmiştir. Petrol üretimindeki artış yerli ve yabancı yatırımcılara güven vermiş ve ülkeye sermaye girişi artmıştır. Böylelikle 1981'deki dış borç stoğu 1976'daki durumundan dört kat daha fazla bir duruma gelmiştir. Petrol gelirlerindeki artışa rağmen devlet harcamalarındaki daha hızlı artış bütçe açığına sebep olmuştur. 1970'de GSYH'nın artışının %25'i kamu harcamaları sayesinde olmuşken bu oran 1980'de %50'ye ulaşmıştır. Portillo'nun 1982'de moratoryuma gitmesi uluslararası finansal çevrelerin hiç de hoşuna gitmeyen bir uygulama olmasına rağmen Meksika yine büyük ticaret ortak olan ABD sayesinde bu krizi atlabilmiştir. Amerika'nın mali yardımı acil olarak 1,85 milyar Dolar'lık ESF ve 1983 şubatından itibaren de uzun vadeli IMF kredilerinden oluşuyordu. ABD'nin yardımına rağmen borç erteleme içte ve dışta önemli kredibilite kaybına yol açmıştır. Bu dönemde dikkati çeken gelişmelerden birisi de zayıf olan bankacılık sektörünün millileştirilmesidir (Messmacher,2001;9).

Tablo 3.3 Meksika'da Temel Ekonomik Göstergeler (1982-1987)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Enflasyon (TÜFE) (%)	58,9	101,8	65,5	57,7	86,2	131,8
Yıllık Ücret Artışı (%)	46	107,4	70,4	59,5	75,7	134,2
Nominal Devalüasyon (%)	130,1	112,9	39,7	53,1	138,1	125,3
Reel GSMH Artışı (%)	-3,9	-3,1	4,3	3,8	-5,1	3,7
Cari İşlemler Dengesi (Mil \$)	-6,2	5,6	3,9	1,1	-1,6	4,1
Ticaret Hadleri	103,2	96,5	97,2	96,3	63,8	
Uluslararası Rezervler(Mil \$)	0,8	3,9	7,3	4,9	5,7	12,5

Kaynak:www.inegi.gob.mx

Sıkı mali tedbirler uygulanmasına rağmen bu önlemler enflasyonun kalıcı bir şekilde düşürülmesinde etkili olmamıştır. Yukarıdaki tabloda da görüldüğü gibi program süresince enflasyon en fazla % 57.7'e kadar indirilebilmiştir. Bu sonuç, ortodoks istikrar programlarının geniş ölçüde dış kaynak transferine bağımlı ülkelerde uygulanmasının zor olduğunu göstermiştir (Ortiz,1991:284).

Enflasyonun kalıcı bir şekilde düşürülememesinin ana önemli nedeni, yapılan yüksek oranlı devalüasyon ve kamu mal fiyatlarının arttırılması nedeniyle enflasyonist beklentilerin önlenememesidir. Böyle bir sonuçta, daha önce uygulanan istikrar programlarının başarısız olmasının da etkisi vardır. Enflasyonun istenilen düzeye indirilememesinde bir başka neden olarak, yıllardır üretici kesime verilen fiyat sübvansiyonlarının kaldırılması olarak görülmektedir (Ortiz,1991:286). Sübvansiyonların azaltılması ile görece fiyat yapısında yeni dengeler kurulmuş ve bu denge arayışları enflasyonist baskıları arttırmıştır. Bu açıdan bakıldığında mali hedeflerin tutturulamaması normal görülebilir. Hükümet içten gelen baskılara dayanamayınca 1985'te özel sektöre açılan kredilerde artışa izin vermiş ve arkasından IMF'In programa verdiği desteğin kesilmesi yaşanmıştır.

1986 yılında petrol fiyatlarında yaşanan aşırı düşüş, petrol gelirine önemli ölçüde bağımlı Meksika ekonomisini olumsuz yönde etkilemiş, bu gelişme ekonomideki önceliklerin, enflasyonu düşürme ve büyüme hedeflerinden ödemeler dengesini sürdürebilme hedefine kaymasına neden olmuştur. Döviz kuru politikası enflasyonla mücadele yerine ödemeler dengesini iyileştirme aracı olarak kullanılmaya başlanmıştır. 1986 yılında yapılan yüksek oranlı devalüasyon sonucunda 1987 yılında enflasyonun %136'ya çıkmasıyla "Ekonomik Dayanışma Paketi"(The Pact for Economic Solidarity) olarak adlandırılan program uygulamaya konmuştur.

3.1.2 Meksika 1987-88 İstikrar Programı

Ekonomik Dayanışma Paketi, ortodoks tedbirlerin uygulanması ile bütçe dengesinin tutturulmasına rağmen enflasyonun kontrol edilememesi sonucu gündeme gelmiş bir antienflasyonist programdır. Bu programda, Meksika'da uygulanan diğer programlardan farklı olarak heterodoks politikalar, sıkı maliye ve para politikaları ile birleştirilmiştir.

Bu program, içeriğinde iki ana politikayı barındırıyordu. Bunlardan birincisi ekonomiyi verimli ve etkili bir hale getirmeyi, özelleştirmeyi, denk bütçeyi, vergi reformunu, mülkiyet haklarını, ticaretin libereleşmesini hedefleyen bir dizi yapısal reform politikasını içeriyordu. Diğer ise gelirler politikası ve önceden belirlenen kur politikasıyla istikrarlı fiyatlara ulaşmaktı. İki politika da birbirini kuvvetlendirecek yapıya sahipti; yapısal reformların yapılabilmesi için fiyat istikrarı, fiyat istikrarının süreklilik kazanması için yapısal reformlara ihtiyaç vardı.

Meksika'da enflasyonla mücadele başarılı olmuştur; bu sonucun arkasında önemli bir uygulama vardır. Meksika yönetimi, 1970'lerin ortalarından beri süren devalüasyonları ve enflasyonu ortadan kaldırmak için; devlet, işçi kesimi ve işverenler arasında bir anlaşma yapmaya karar verdi. PACTO olarak adlandırılan üç taraflı anlaşma 1988-94 yılları arasındaki Salinas yönetiminin reformlarının ana çatısını oluşturmaktaydı.

Salinas yönetimi devletin ekonomi üzerindeki etkinliğinin azaltılmasını ve özel sektöre dayalı bir büyümeyi hedefliyordu. Bazı uygulamalar zaman içinde değişse de bu anlaşmanın amacı sıkı maliye ve para politikası, fiyatlar, ücretler, döviz kuru üzerinde üç taraflı güçlü bir sosyal mutabakatı içeriyordu. Sabit döviz kuru politikası bu uygulamanın ana çıkışı oluşturmuyordu, çünkü yatırımcıların kurun riskinden arındırılmış bir şekilde yatırım yapması hedeflenmişti (Edwards,1999:8).

1988 sonlarına kadar başarılı görünen program, rezervlerin düşmesi ve dış finansman gereğinin gündeme gelmesiyle ekonomik aktivitenin sürdürülebilirliği tehlikeye girmiş, böylece 1988 yılı Aralık ayında Başbakan Salinas tarafından istikrar sürecinin ikinci ayağı sayılabilecek bir program daha uygulamaya konmuştur. Fiyatlar (ücret,kur ve KİT mal fiyatları) yeniden ayarlanmıştır. Bu kez hedef, enflasyon yerine sürdürülebilir büyümenin sağlanması olarak belirlenmiştir. Uzun resesyon yılları sonucu büyümenin olmaması ve yaşam standartlarının kötüleşmesi bu hedefi gündeme getirmiştir. Bu program Salinas yönetiminin 1989-94 dönemini kapsayan "Milli Kalkınmada Dayanışma" (The Pact for Stability and Growth) programıdır.

Bu programla birlikte para politikası açısından yeni bir dönem başlamış, faizlerin serbest bırakılması ile açık piyasa işlemleri gündeme gelmiştir. Fakat dış borçların ve

dışarıya kaynak transferinin devam etmesi iç borçlanma piyasasının gelişimi için olumsuz bir faktör olmuştur. Dış borçların Brady Planı ile yeniden yapılandırılmasıyla, ana para borcu ve faiz yükü hafiflemiş, ekonomide yeni bir güven ortamı yaratılmıştır. Yapısal reformalara ciddiyetle devam edilmiş ve özelleştirmeye önem verilmiştir. Oluşan güven ortamı sonucunda sermaye girişleri artmaya, özel sektörün dış borçlarını ödeyip fazla vermesi sonucu özel yatırımlar da hızlanmaya başlamıştır. Bütün bu uygulamaların sonucunda Meksika hem borç ödeyebilir, hem de yurtiçi ve uluslararası piyasalarda sermaye hareketlerinin yönelebileceği güven tazelemiş bir ülke konumuna gelmiştir (Dornbusch ve Werner,1994,257).

PACTO uygulaması altında Aralık 1988'den itibaren Meksika Pesosu ABD Dolar'ına sabitlenmiştir. Ancak 1989'da pesonun sabitlenmesi uygulamasından vazgeçilerek daha esnek olan ve ulusal paranın alacağı değerlerin daha önceden açıklandığı bir sisteme; sürünen pariteler rejimine(crawling peg) geçilmiştir. Bu rejime göre 1989'da peso'nun değer kaybı %16,7, 1990'da %11,4, 1991'de %4,5 olarak gerçekleşeceği deklare edilmiş ve buna sadık kalınmıştır.

1991 Kasımının başında Peso'nun Dolar karşısında günlük olarak belli sınırlar içersinde dalgalanmasına izin verilmiştir. Bu banda göre Peso'nun 3,05'lik tabanı alt limit alınarak günlük 0,0002 oranında değer kaybetmesine izin veriliyordu. Peso'nun yıllık değer kaybı 1992 yılı için yaklaşık %2.9 olarak gerçekleşmişti. Ekim 1992'de Peso'nun günlük maksimum değer kaybetme oranı 0,0004 olarak değiştirilmiştir. Bu da 1993'de yıllık % 4,5'lik bir değer kaybına denk gelmiştir. Böylelikle 1991 sonundan 94'ün Ağustosuna kadar Peso 3,08'den 3,24'e yükselmiştir (GAO,1996:35).

Salinas yönetiminde kamuya ait işletmelerinin özelleştirilmesi işlemine hız verilmiştir. 1982'de başlatılan özelleştirme programının başında 1155 olan kamuya ait işletme sayısı Kasım 1994'de 215'e indirilmiştir. Salinas döneminde 18 ticari banka ve Meksika Telekom gibi kamuya ait önemli şirketlerinde özelleştirilmesi başarıyla gerçekleştirilmiştir.

Mayıs 1989'da Meksika'da, yabancılara mülk edinme ve yatırım yapabilmelerinde kolaylık sağlayan bir takım düzenlemeler getirilmiştir. Yeni düzenlemelerle yabancılara %100 mülk edinme hakkı tanınmıştır. Bununda ötesinde mülk edinme için eskiden gerekli olan hükümet izini de kaldırmıştır. 1989'un sonlarında petrokimya,

bankacılık ve sigortacılık alanlarında yeni düzenlemeler yapılmış, finansal şirketlerin sahipliği hakkındaki yabancı mülkiyet hakları genişletilmiş, yönetimde bulunma oranı %30'a kadar yükseltilmiştir.

Meksika çift taraflı ve çok taraflı ticari anlaşmalara imza atarak ticaret kanunlarını liberalleştirme yoluna gitmiştir. Ticaret reformuna 1985'in ortalarında başlamış, 1986'da ticaret yasalarında kendisi için radikal sayılabilecek düzenlemelere giderek Dünya Ticaret Örgütüne üye olmuştur. Bu reformlardan önce yerli sanayi'nin %90'ı ithal ikameci politikalarla korunurken Aralık 1987'den itibaren bu oran %20'ye kadar inmiştir. Bu liberalleşme politikalarının sonucunda 1992'de Şili, Kosta Rika, El Salvador, Guetamala, Honduras ve Nicaragua gibi Latin Amerika ülkeleri ile serbest ticaret antlaşmaları yapmıştır. Kasım 1993'de Asya Pasifik Ekonomik Konseyine (APEC) üye olan Meksika, böylelikle Latin ülkeleri dışındaki ülkelerle ticaretini arttırma yolunda önemli bir adım atmıştır.

Nisan 1994'de de Meksika, amacı üye ülkelerin ekonomilerinde sürdürülebilir büyümeyi yakalamak, işsizliği azaltmak ve yaşam standartlarını yükseltmek olan OECD'nin 25. üyesi olmuştur.

1 Ocak 1994'de Meksika, Amerika Birleşik Devletleri ve Kanada'nın üyesi olduğu Nafta'ya üye olarak büyük bir ticari anlaşmaya imza atmıştır. Bunun büyük olmasının sebebi Nafta'nın 380 milyon insanıyla, yaklaşık 8 trilyon dolarlık mal ve hizmet üretimiyle dünyanın en büyük serbest ticaret bölgesi olmasıdır. Naftayla birlikte Amerikan Finans Şirketleri ve üreticileri de Meksikalı rakipleri kadar kanuni hakka sahip olmuştur. Bu da Amerikan sermayesinin ülkeye gelmesi açısından önemli bir gelişme olmuştur.

Aynı zamanda programın temelini oluşturulan sıkı mali ve parasal tedbirlere de devam edilmiştir. Harcamalar kısılmış, vergiler, enerji ve hizmet fiyatları arttırılmış ve yaklaşık iki ay süreyle sabit tutulmuştur. Kredi tavanları belirlenerek para arzı kontrol edilmiştir.

Programın bir diğer özelliği, sıkı mali, parasal tedbirler ve fiyat-ücret kontrollerinin yanında yapısal reformların da birlikte yürütülmesidir. Ticaretin liberalleştirilmesi hızlandırılmış, özelleştirme programı ile kamu sektörünün finansal dengelerinin

güçlendirilmesi amaçlanmış ve yeni hükümet ile ekonomik aktivitenin yeniden yapılandırılmasına önem verilmiştir.

Programın ilk sonuçları başarılı ve ümit verici olmuş, program hedeflerine hızla ulaşılmıştır. Enflasyon 1989 yılında %16'ya düşmüş, GSMH %3.8 oranında artmıştır. Özel tüketim ve iç talepteki artışlar daha yüksek olmuştur. Öte yandan cari işlemler dengesinin iyileşmemesi, programın yeterli dış finansal destek olmaksızın yürütülmesinden ve dış borç geri ödemeleri nedeniyle dışarıya kaynak transfer edilmesinden kaynaklanmıştır.

Tablo 3.4 Meksika'da Temel Ekonomik Göstergeler (1988-1994)

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Enflasyon (TÜFE) (%)	114,2	20	26,7	18,9	11,9	8	6
Yıllık Ücret Artışı (%)	112,2	33,7	30,5	29,1	17,5	8,6	6
Nominal Devalüasyon (%)	64,9	8,3	14,3	7,3	2,5	0,7	8,4
Reel GSMH Artışı (%)	1,8	3,8	5	4,4	2,5	0,2	3,5
Cari İşlemler Dengesi (Mil \$)	-2,4	-5,8	-7,5	-14,6	-24,4	-23,4	-28,8
Cari İş / GSMH (%)	-1,4	-2,8	-3	- 5,1	- 7,4	- 6,4	- 7,7
Bütçe Açığı / GSMH (%)	-8,72	-4,84	-2,25	-0,3	1,43	0,69	-0,32
Uluslararası Rezervler(Mil \$)	5,3	6,3	9,9	17,7	18,9	25,1	6,3

Kaynak: www.banxico.org.mx

Program, enflasyonun düşürülmesinde ve büyüme için bir altyapı oluşturulmasında başarılı olmuştur. Dönem boyunca kur değerli tutulmasına rağmen, verimliliğin artmasıyla kurun değerlendirilmesinin yarattığı olumsuz etkilerin ortadan kaldırılabileceğine inanılmıştır. Ancak, kurun aşırı olarak değerlendirilmesi ve yüksek faizler nedeniyle Meksika'ya kısa vadeli girişlerinin artması, Meksika bankacılık ve finans sisteminin güçlü olmaması, ekonomiyi 1994 yılında tekrar krize taşımıştır.

3.1.3 Tequila Krizi (1994)

Salinas döneminde gerçekleştirilen reformlar başarılı sayılabilecek bir süreç görüntüsü verse de, dönemin sonlarında bazı göstergeler çok da bu süreci doğrular nitelikte değildi. Meksika'nın azalan özel sektör tasarruf oranları, Peso'nun reel değerlendirilmesine bağlı olarak artan cari işlemler açığı, bunun yanında Salinas döneminde tekrar özelleştirilen bankacılık sisteminin kırılgan yapısı uygulanan program hakkındaki beklentilerde soru işaretleri oluşmasına neden oluyordu.

1994 Aralık ayında Meksika’da yaşanan kriz daha önce yaşanmış diğer krizlere bazı yönlerden benzemekte, bazı yönlerden de ayrılmaktadır. Bu kriz makro dengelerin aşırı bozulmasından ya da enflasyonun kontrol edilemeyecek düzeylere ulaşmasından ortaya çıkmış değildir. Bu kriz, nedenleri reel değişkenlere dayanmakla birlikte farklı boyutları olan bir finans krizi niteliğindedir. Kriz 1994’teki öngörülemeyen şoklar, bu şoklara karşı alınan yetersiz önlemler ve zamanında müdahale etmemenin ardından yaşanan panik sonucu ortaya çıkmıştır.

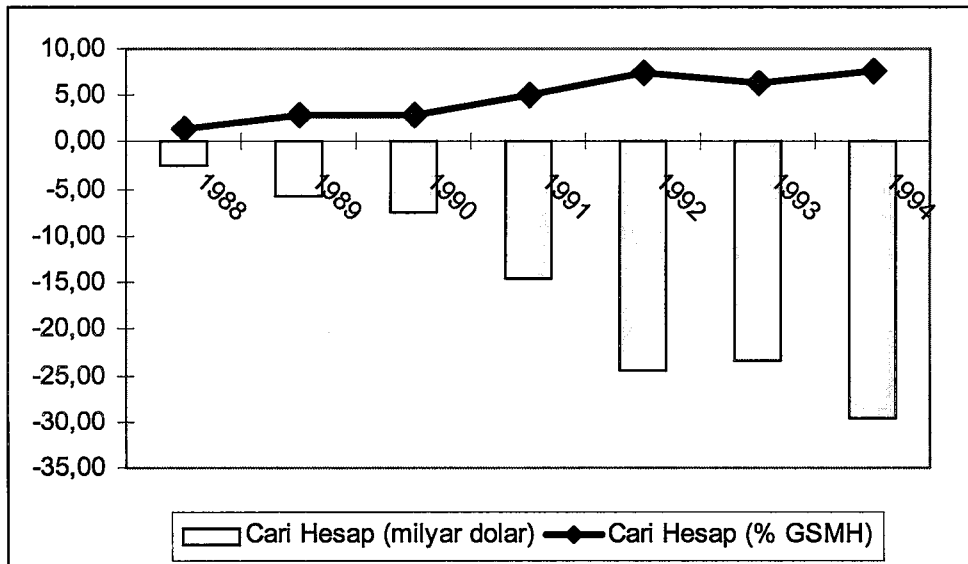
2.1.4 Tequila Krizinin Nedenleri

2.1.4.1 Meksika Mal Piyasalarının Dışa Açılması ile Artan Cari İşlemler Açığı

Salinas yönetiminde Meksika ekonomik büyümeyi ve rekabeti sağlamak için uluslararası ticareti ve yatırımı teşvik etme politikasını tercih etmiştir. Meksika’nın mal ihracatı 1988 yılında 31 milyar Dolardan 1994 yılında 61 milyar Dolara çıkmıştır. Bundan da öte, ihracat portföyünü de çeşitlendirilen Meksika, bu süre zarfında petrol ve yan ürünlerinin toplam ihracatındaki oranını %21’den %12’ye düşürmüştür.

Bütün bunların yanında, ticaret reformu ithalatı da kapsadığı için ithalat rakamlarında da ciddi artışlar gerçekleşmiştir. 1990 yılından 1994 yılına kadar, ülkenin ticaret açığı 1 milyar Dolardan 18,5 milyar Dolara çıkmıştır. Ülkeye giren yabancı sermaye özel sektörün tüketimini finanse etmekte kullanılmıştır. Sonuç olarak, Meksika’nın cari açığı 1988 yılında GSMH’nin % 1,4’ünü oluştururken, bu oran 1994’de % 7,7’sini oluşturmaktadır. (GAO,1996:40)

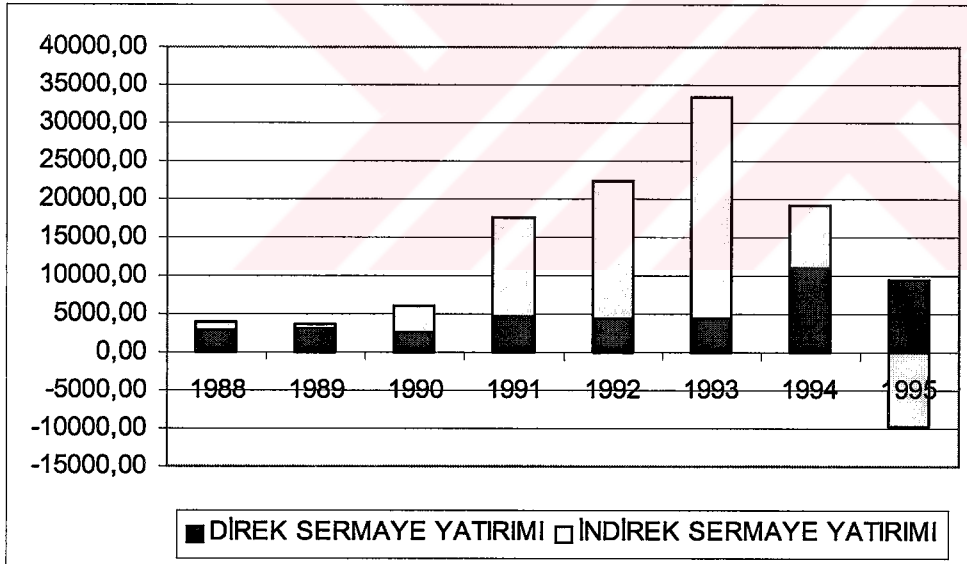
Grafik 3.1 Meksika’da Cari Açık (1988-1994)



Kaynak: www.banxico.org.mx

Meksikalı uzmanlara göre artan cari açıklar Meksika gibi gelişmekte olan ülkelerde olabilecek geçici bir durumdu ve uzun vadede dengeye geleceği bekleniyordu, bu yüzden endişe edilecek bir durum yoktu. Ancak yukarıdaki grafikte de görüldüğü gibi Meksika'nın cari açığının GSMH'ya oranı da büyümekteydi ve bazı uzmanlara göre bu durum uzun bir süre böyle devam edemezdi. Bu analistlere göre bu açık ülkeye giren yabancı sermaye tarafından karşılanmaktaydı. Grafik 3.2'ye baktığımızda 1990-93 arasındaki dönemde yabancı sermayenin çoğunluğunu reel yatırımlardan çok portföy yatırımlarının oluşturduğunu görmekteyiz. Portföy yatırımları da direk yatırımlardan daha kolay ve çabuk çekilebilen yatırımlardı. Sonuç olarak yüksek orandaki cari açığın karşılanması yatırımcıların portföylerini ülkede tutma isteğine bağlıydı. Eğer yatırımcıların beklentileri veya algılamaları olumsuz dönerse yatırımların geri çağırımıyla ülke cari açıklarını finanse etmede zorluklar yaşayabilecekti (Krueger,Tornell,1999:10).

Grafik 3.2 Meksika'da Yabancı Sermaye Yatırımları(1988-1995)



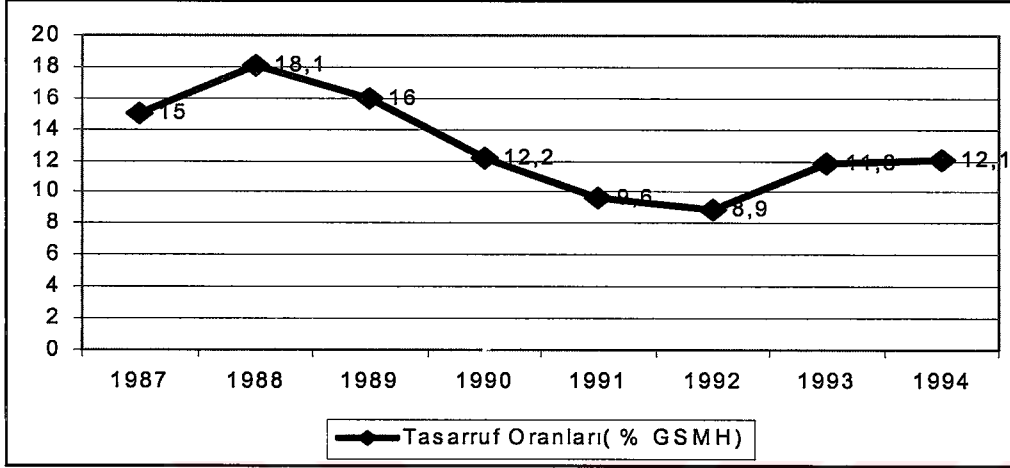
Kaynak: www.banxico.org.mx

3.1.4.2 Meksika'da Yurtiçi Tasarruflardaki Azalmanın Cari Açıklar Üzerine Etkisi

Dünya Bankası ve bazı analistlere göre cari açıkların oluşmasının arkasında yatan faktörlerden bir tanesi yurtiçi tasarruf oranının azalmasıdır. Genel refah seviyesinin artmasıyla birlikte Meksikalılar gelirlerinin daha çoğunu tüketime ayırmaya başladılar. Meksika Merkez Bankası'nın verilerine göre 1989 yılında %16 olarak gerçekleşen özel sektör tasarruf oranı, 1992 yılında %9'un altına düşmüştür. 1994 yılında ise

ancak %12 oranına ulaşabilmiştir. Bununla birlikte aşağıdaki grafikte 80'lerin sonundan itibaren gözüken azalma yabancı sermaye girişiyle dengelenmiştir (GAO,1996;45).

Grafik 3.3 Meksika'nın Yurtiçi Özel Tasarruf Oranları



Kaynak: www.banxico.org.mx

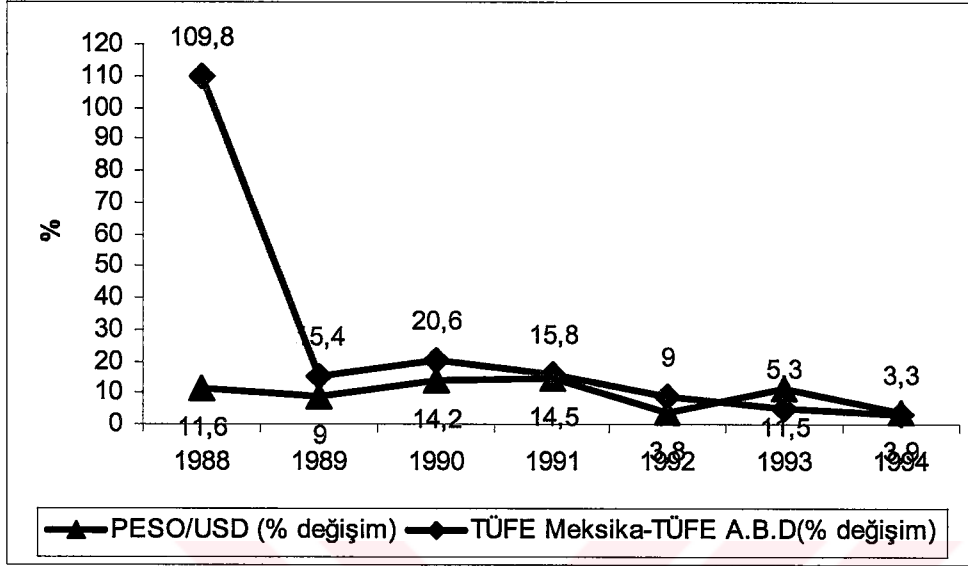
3.1.4.3 Meksika'da Enflasyondaki Düşüşün Olması Gerekenden Yavaş Olması ve Reel Kurun Değerlenmesi

Daha öncede belirtildiği gibi döviz kuru rejimi PACTO uygulamasının çipası olarak kabul edilmektedir. Kamu otoriteleri de önce Pesoyu Dolara sabitlediler daha sonrasında da kademeli olarak kontrollü bir şekilde serbest bıraktılar. Hükümetin döviz kuru politikasının, ekonomik istikrarın sağlanmasında, yabancı sermayenin ülkeye çekilmesinde ve enflasyonun düşürülmesinde başarılı olduğu söylenebilir. Ancak bazı ekonomistler böyle bir döviz kuru politikasının ulusal paranın aşırı değerlenmesine ve dolayısıyla ihracatı zorlaştırdığına inanmaktaydılar. Bu ekonomistlere göre aşırı değerlenmenin sebebi Meksika ve ABD enflasyonları arasındaki farkın Peso değer kaybının çok üzerinde olduğunu düşünmelerinden kaynaklanıyordu. Bu yüzden Peso nominal olarak değer kaybetmesine rağmen reel olarak değer kazanmaktaydı (Edwards,98:12).

Aşağıdaki grafikte de görüldüğü gibi iki ülke arasındaki enflasyon farkı 1992 yılı dışında devamlı olarak yıllık nominal değer kaybının üzerinde olmuştur. Cari işlemler açığına yoğunlaşan analistler iki ülke fiyat artışları arasındaki farkın reel döviz kurunda değerlenmeye yol açtığı ve hükümetin bir süre sonra işsizlik ve ihracat

azalışından kaynaklanan gelir azalışına katlanmaktansa devalüasyona gideceği beklentisi içine girmeye başlamışlardır.

Grafik 3.4 ABD – Meksika Enflasyon Farkları ve Nominal Kur



Kaynak: www.banxico.org.mx

Merkez Bankası'nın 1994'deki yıllık raporu incelendiğinde bankanın ana hedefinin enflasyonu düşürmek olduğu görülmektedir. Ancak Pacto'da verilen söz, ana hedef olan fiyat istikrarının yanında döviz kurunu kararlaştırılan seviyede tutmaya çalışmak olduğu için Merkez Bankası'nı para politikası araçlarını uygulamada zora sokmuştur. Böylelikle bankanın iki ana amacı olan fiyatlar ve de döviz kuru, reel kurda düzeltme yapılmasına engel olmuştur.

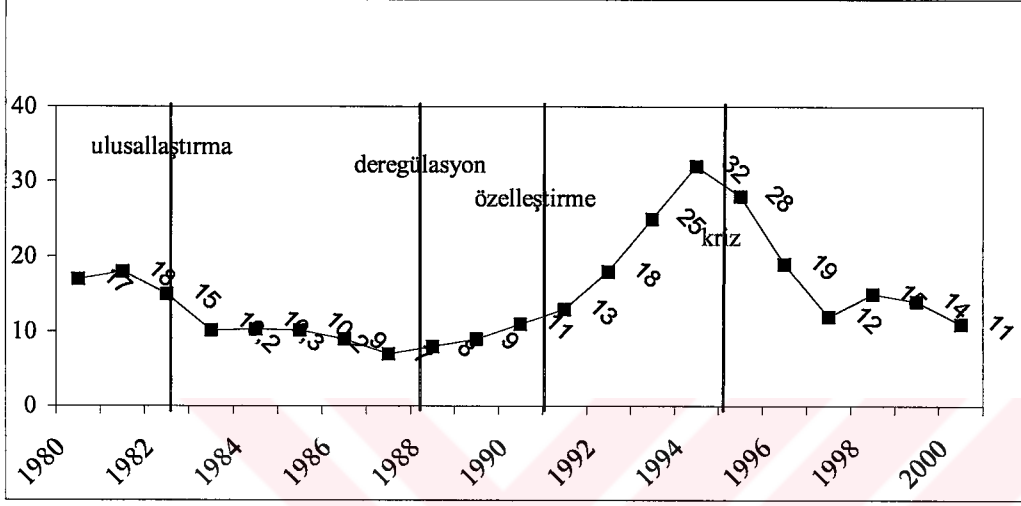
1994 ortalarında iki ünlü ekonomist Meksika'nın %20 oranında bir devalüasyona ihtiyacı olduğunu deklare etmişlerdi, böylelikle cari açığın dengeye ulaşacağını düşünüyorlardı. Ancak Meksikalı finans otoritelerine ve bazı ekonomistlere göre ihracat ve verimlilik artıyordu ve dolayısıyla ulusal paranın aşırı değerlenmesi gibi bir durum söz konusu değildi. Bazıları ise devalüasyonun geçmişte toplumda yarattığı sıkıntıları referans göstererek (1976-1982-1987) hükümetin böyle bir kararı seçimlerinde yaklaştığı o dönemde veremeyeceğini düşünüyordu.

3.1.4.4 Meksika'da Kırılgan Bankacılık Yapısı

Meksika'da bankacılık sistemi yapılan reformlarla birlikte tekrar yabancı sermayeye kapılarını açsada kredilerin verilmesinde gerekli risk değerlendirme ölçütlerine

gelip de geri ödenmemiş kredilerin oranı artmıştır. Aralık 1991'den Mart 94'e kadar vadesi gelip geri ödenmeyen kredilerin oranı %3,5'dan %8,5'e yükselmiştir. Banka varlıklarındaki bu şekildeki bozulma bankacılık sisteminin zayıflamasına neden olmaktadır. (Mishkin,1998:193)

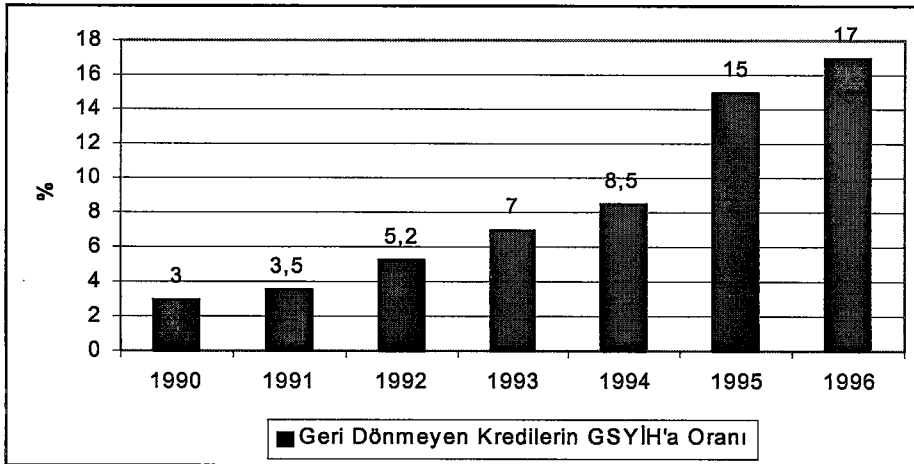
Grafik 3.5 Meksika'da Özel Sektöre Açılan Banka Kredilerinin GSYİH'ya Oranı



Kaynak: <http://www.banxico.org.mx/gpublicaciones/mexicaneconomy>

Meksika Merkez Bankası yöneticilerine göre bankacılık sisteminin bu kötü durumu para politikası yoluyla cari işlemler açığını azaltmayı engelliyordu. 1994'de Merkez Bankası'nın faizleri gerektiğince arttırmamasının sebebini yeni özelleştirilmiş zayıf mali yapıdaki bankacılık sistemine daha fazla zarar vermemek olduğu düşünülmektedir.

Grafik 3.6 Meksika'da Geri Dönmeyen Kredilerin GSYİH'ya Oranı



Kaynak: Mishkin,1998:194

3.1.4.5 Meksika'da 1994 Yılındaki Sosyal - Politik Gelişmelerin Tetikleyici Etkisi

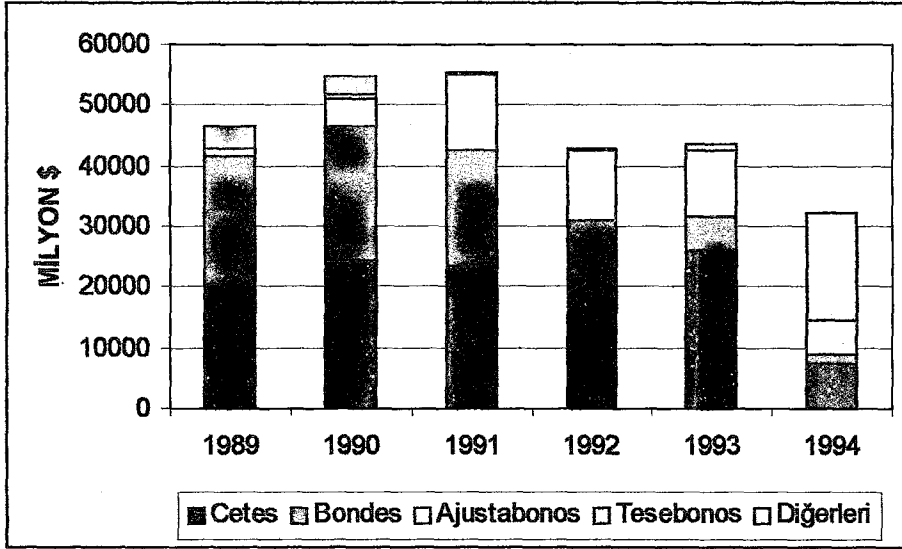
1994 yılına gelindiğinde Meksika'da başkanlık seçimleri yaklaşmaktaydı ve 60 senedir ülkeyi yöneten parti olan PRI(Institutional Revolutionary Party) adil ve kurallara uygun bir seçim gerçekleşeceğini deklare etmişti. Daha önceki seçimlerde şu anki başkan olan Salinas'ın seçimlerde hile yaptığına dair muhalefet partisinin ciddi iddiaları vardı, Salinas geçen seçimleri az bir farkla kazanmıştı.

1 ocak 1994'de Ulusal Özgürlük Ordusu Zapatista, fakir güney bölgesi Chiapas'da bir ayaklanma çıkardı. Bu ayaklanmanın başlangıç tarihinin Meksika'nın NAFTA'ya girişiyle aynı tarihe gelmesi ilginç bir tesadüf olmuştu.

Meksika hükümeti bu ayaklanmaya bölgeye federal hükümete bağlı kuvvetlerini göndererek karşılık verdi. Ayrıca hükümet meselenin çözümü için zapatista gerillalarıyla anlaşma yoluna gitmeyi çalıştı, bölgenin valisini değiştirdi. Sonuç olarak iki tarafta anlaşmaya vardı ancak 1994 boyunca bölgede gerginlik devam etti.

14 Mart 1994'de Banamex-Accival bankacılık grubunun üst düzey yöneticisi kaçırıldı, bu olayı takiben borsa 81 puanlık düşüş kaydetti. 28 Haziran 1994'de yüklü bir fideye karşılığında serbest bırakıldı. 25 mart 1994'de yine önemli bir grubun üst düzey yöneticisi kaçırıldı. Bu iki olay işdünyasında ciddi boyutlara varan tedirginliklere yol açtı, bunun üzerine başkan Salinas bu tür olaylar için özel bir güvenlik birimi kurulacağını deklare etti. En son kaçırılan işadamaı da 5 Ağustos 1994'de serbest bırakıldı. Bütün bu gelişmeler ülkenin politik istikrarıyla ilgili olumsuz beklentilerin oluşmasına neden oluyordu.

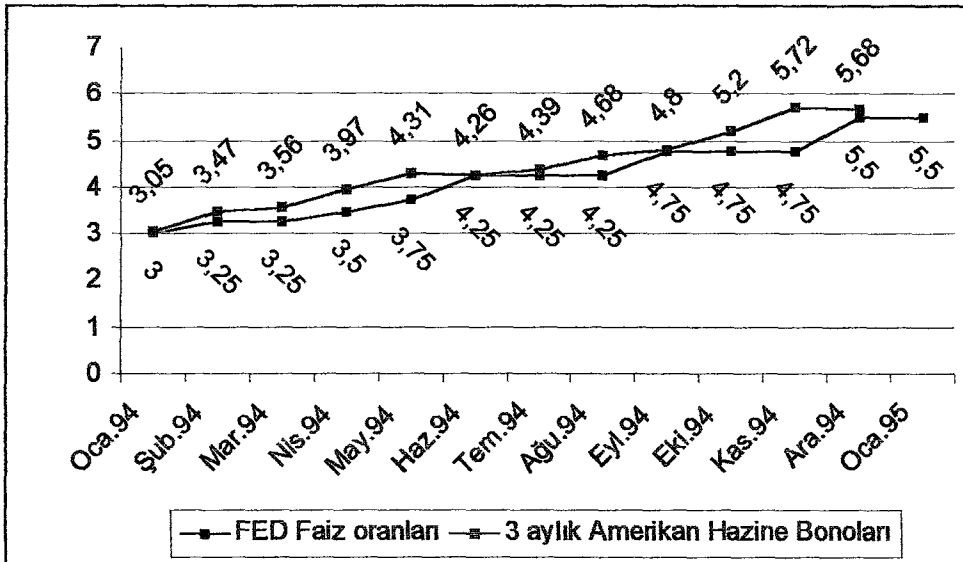
23 Mart 1994'de PRI'nın devlet başkanı adayı LUIS Donaldo Colosio'nun seçim kampanyası sırasında suikastla öldürülmesinden sonra Meksika uluslararası rezervlerinde ciddi düşüşler yaşadı. Suikasttan bir gün sonra başkan Salinas ülkede yaşanan siyasi gelişmelerin piyasalara da yansıtacağından çekindiği için borsayı ve döviz büfelerini bir günlüğüne kapattı. Bir sonraki günkü açılışta borsa 22 puan birden düştü. Suikastan sonraki bir aylık zaman zarfı içinde rezervlerde 10,8 milyarlık azalma gerçekleşti. Buna karşılık Meksika Hükümeti Nafta'daki ortaklarından kredi alarak piyasaları güven verme yolunu seçti ve bunu geçici bir süre içinde olsa başarabildi (GAO,1996:51).

Grafik 3.8 Meksika'nın Kamu Borçlarının Vadelerine Göre Dağılımı

Kaynak: <http://www.banxico.org.mx/gpublicaciones/mexicaneeconomy/mexecon96>

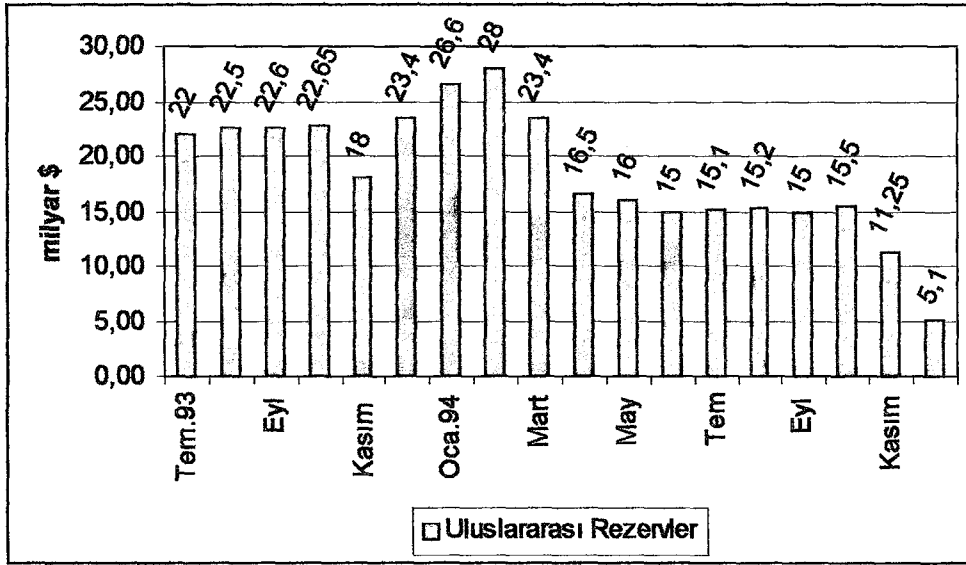
3.1.4.6 ABD'de Faiz Oranlarındaki Değişimin Meksika'ya Etkisi

Gelişmiş ülkelerde ve özellikle ABD'de ekonomik koşulların iyileşmesinin bir yansıması olarak reel faizler artmaya başlamıştır. 1994 yılı boyunca ABD'de resmi faiz oranları beş kez artırılmıştır (IMF, 1995;35).

Grafik 3.9 ABD Faiz Oranları (1994)

Kaynak: United States General Accounting Office, 1996

Birçok yorumcuya göre Meksika krizini tetikleyen unsurların başında iç politikadaki olaylardan çok Amerika'daki faiz oranlarının yukarı çekilmesi gelmektedir. Amerikan

Grafik 3.7 Meksika Merkez Bankası Rezervleri (Temmuz 93- Aralık 94)

Kaynak: www.banxico.org.mx

(Aysonu rakamları)

1994 yılının seçim yılı olması kamu finansmanındaki zorlukların artmasına sebep olmuştur. Bu baskılar nedeniyle hükümet iç borçlanma stratejisinde bir değişiklik yaparak ve belki de kredibilitesini arttırmak için Pesoya dayalı bonolar (Cetes) yerine Dolar'a endeksli bonoları (Tesebono) piyasaya sürmüştür. (Sachs,1996;8) Hükümetin yoğun bir şekilde Tesobono satması sonucu, kamunun Dolar cinsinden iç borç stoku artmaya başlamış, Nisan-Kasım 1994 döneminde Tesebono payı toplam borcun %50'si civarına ulaşmıştır.(IMF,1995b;55). Tesobono'nun Cetes'e göre daha çekici olması nedeniyle ve toplumda güvenin azalmasının da bir göstergesi olarak, nominal faizler artmaya başlamıştır. Faizler Merkez Bankası'nın müdahalesi ile yurtiçi krediler artırılarak düşürülmeye çalışılmıştır. Tesobonoların kısa vadeli oldukları düşünülürse, krizin çıkmasında hükümetin kısa dönem yükümlülüklerinin likit formdaki varlıklardan fazla olması sonucu ortaya çıkan panik ortamının büyük etkisi olduğu görülmektedir (Sachs,1996:15).

Federal Bankası'nın 94 yılı boyunca ekonomideki aşırı ısınmayı takiben faiz oranlarını 6 kere yükseltmesi ve buna karşılık olarak Meksika para otoritelerinin yeterli tepkiyi vermemesi sermaye kaçışını hızlandırmıştır. (GAO,1996:56-57)

Meksika krizinin daha çok kredibilite sorunundan çıktığını ve kredibilitenin nasıl devam ettirileceğinin bilinmemesinden kaynaklandığını savunanlar da vardır (Sachs,1996:10). Sachs'a göre, politikaların güvenilir olması ile politikacıların güvenilir olması ayırımı önemlidir ve bundan ders alınmalıdır. Kriz mali dengesizlik sonucu yaşanmamıştır. 1990-94 döneminde faiz dışı bütçe dengesi fazla vermesine rağmen kriz yaşanmıştır. Artan tüketim ve borçlanmanın daha çok özel sektör tarafından yapılması ve kamunun buna müdahale etmemesi sonucu sermaye girişleri kontrol edilememiştir. 1994 yılında sermaye girişlerini sterilize etmek amacıyla Merkez Bankası'nın müdahalesi ve yaşanan iç ve dış şokların da etkisiyle kriz yaşanmıştır.

3.1.5 Tequila Krizi Sonrası Mali Yardım

İçinden çıkılması zor olan bu durumda Amerika 1995'in başında Meksika'ya mali yardıma karar vermiştir. Clinton yönetiminin bu konu üzerindeki duyarlılığı ekonomik yardımın hızından, miktarından ve araçlarından açıkça anlaşılabilmektedir. Bu hassasiyetin pek çok nedeni olabilir. Bunlardan birincisi Amerikalı büyük sermaye sahiplerinin ülkedeki hem fiziki hem de portföy yatırımları. İkincisi; İki ülke arasındaki ticaret. Üçüncüsü ekonomik kriz ülkedeki terör ortamını körükleyebilmesi(Zapatista Gerillaları) ve bunun da Amerika'nın bölgedeki siyasi gücüne gölge düşürebilme olasılığı. Dördüncüsü de Meksika krizinin diğer Latin Amerika ülkelerine sıçraması sonucunda çıkan huzursuzlukla Amerika'ya kanunsuz yollardan giriş artabilmesi.

Peki bu yardım nasıl olacaktı? IMF'in krize müdahalesi için istikrar programı gerekiyordu. Ama bunun için vakit yoktu, bu noktada büyük ortak ABD devreye girdi. Hazine üzerinden Meksika'ya 40 milyar dolarlık yardıma niyetlendi ancak bu büyüklükteki yardımın kongreden geçmesi zor gözükmekteydi. Bunun üzerine Clinton yönetimi bundan yaklaşık 60 yıl önce oluşturulan "Döviz Kuru İstikrar Fonuna" (Exchange Stabilization Fund) başvurdu (Daha önceki krizlerde olduğu gibi). İlginç olanı bu fonun ABD Doları'nı yabancı paralar karşısında desteklemesi için kurulmuş olmasıdır. Oysa burada desteklenmesi söz konusu olan para Meksika Pesosuydu.

Sonuçta ABD ilk düşündüğünün yarısı kadar kaynak aktarabildi. Bu nedenle hükümet merkez bankalarının bankası konumundaki BIS'in, IMF' nin ve bazı büyük ülkelerin devreye girmesini istedi (Lustig,1996:20).

Sonuçta Meksika' ya ESF' den 20 milyar USD'lık kısa ve orta vadeli, IMF'den 17,8 milyar USD'lık, BIS'den 10 milyar USD'lık, Latin Amerika ülkelerinden 1 milyar USD'lık Dünya Bankası'ndan 1,5 milyar USD'lık ve Kanada'dan da 1 milyar Kanada Dolarlık olmak üzere yaklaşık \$51,5 milyar USD'lık bir yardım paketi oluşturulmuştur.

3.1.6 Meksika'da Kriz Sonrası Alınan Önlemler ve İzlenen Politikalar

Meksika'da problemlerin çözülüp, paniğin yatıştırılması ve piyasalarda güvenin yeniden inşa edilmesi için krizin nedenleri anlaşıldıktan sonra bir önlemler paketi hazırlanmıştır. Meksika hükümeti öncelikle enflasyonist bir politika uygulamadan tüm yükümlülüklerini karşılayacağı tahaddüdünde bulunmuştur.

1994 yılında pesonun devalüe edilmesinin ardından ekonomi politikaları üç temel unsura dayandırılmıştır:

1. Sermaye girişlerindeki sert inişlere tepki olarak makroekonomik ayarlamaların yapılması,
2. Kamunun kısa vadeli döviz borçlarının yeniden finanse edilmesi (yaklaşık 30 milyar dolar),
3. Bankacılık sektörünün ödeme gücünün ve mevduatların korunması.

Bu amaçların gerçekleştirilmesi için 1995 yılı boyunca önemli önlemler alınmıştır. Bu önlemler aşağıda yer almaktadır.

Devalüasyonun yarattığı enflasyonist baskının kontrol altında tutulması için sıkı para politikası uygulanmıştır. Programın kredibilitesinin sağlanması için Meksika Merkez Bankası'nın özerkliği ile uyumlu olarak para politikasının ekonomik nominal değişkenlerin istikrara kavuşturulması için yönlendirileceği açıkça ifade edilmiştir. Bankacılık sektörünün sorunlarının çözümü için özel programların geliştirilmesi ve yeniden yapılandırmanın doğuracağı maliyetlerin maliye politikasında yapılacak yeni ayarlamalarla karşılanmak üzere uzun bir döneme yayılması öngörülmüştür. Dalgalı döviz kuru rejiminde enflasyonun düşürülmesi para politikasının tek hedefi olarak

belirlenmiştir. Ancak, para politikasının bankacılık sektöründen gelebilecek herhangi bir sıkıntı olmaksızın yürütülmesi kaydıyla enflasyon hedefi seçilmiştir.

1994-95 döneminde faiz öncesi hedeflerdeki artış (yüzde 2. 1'den yüzde 4. 7'ye yükselmiş. Gayri Safı Yurtiçi Hasıla yüzde 6 oranında küçülmüştür) sonucu maliye politikaları sıkılaştırılmıştır. Ayrıca bankacılık sektörünün sağlıklı bir yapıya kavuşturulması için uygulanacak önlemler paketinin maliyetini karşılamak üzere ek mali önlemlerin gerekliliği ortaya çıkmıştır. Sıkı para ve maliye politikalarının yanında harcamalarda yapılan ayarlamalar ile dövizin istikrara kavuşturulması ve cari işlemler dengesinde iyileşme sağlanması için gerekli adımlar atılmıştır.

Ülke borçlarına ilişkin taahhütlerin kredibilitesi kredilerin dönüşümü açısından önem taşımaktadır. Hükümet 52 milyar dolarlık bir acil yardım desteği için uluslararası kreditorlerle anlaşmıştır (IMF ve Exchange Stabilization Fund başlıca kreditorler arasındadır).

Bankacılık sektörüne ilişkin sorunların çözümü için yoğun bir uygulama planı geliştirilmiştir. Buna göre;

- Bankacılık sisteminde sistemik riskin önlenmesi,
- Ahlaki bozulma riskinin en aza indirilmesi,
- Sektörün yeniden yapılandırma maliyetinin mali bir olgu olarak ele alınması,
- Merkez bankasının nihai ödünç verme fonksiyonuna duyulan ihtiyacın mümkün olduğu ölçüde azaltılması,
- Sektörde denetim ve düzenlemelerinin güçlendirilmesi,

amaçlanmıştır. Bu amaçlara paralel olarak, merkez bankası döviz cinsinden kredi hatlarını kullanırmak suretiyle ticari bankaların yükümlülüklerinin yerine getirmelerinde rahatlamalarını sağlamıştır. Programda sektörün yeniden sermayelendirilmesini teşvik etmek üzere sektörün yabancı bankaların girişine açılması için yasal reformların yapılmasına öncelik tanınmıştır. (Krueger,Tornell,1999:19)

Genel olarak Meksika pesosu, dalgalı döviz kuru rejimine bağlı diğer ülke paralarınıninkine benzer bir seyir izlemiştir. 1996 yılından itibaren, birbiriyle uyumlu maliye, para ve döviz kuru politikalarının sürdürülmesi, mali sistemin yeniden yapılandırma programlarının uygulanması ve merkez bankasının uluslararası

rezervlerinin artması makro ekonomik politikalara olan güveni artırmış ve buna paralel olarak dalgalı döviz kuru düzenli olarak hareket etmiştir. Gelişmiş vadeli döviz piyasalarının olması döviz kurunun volatilitésinin azaltılmasında etkili olmuştur.



3.2 Brezilya'daki Finansal Krizler

Brezilya 1980 yılına kadar dünyada hızlı büyüyen ekonomilerden bir tanesiydi. Bu zaman sürecinde uygulanan politikalar bugünün ekonomi politikalarıyla bağdaşmayan; enflasyona önem vermeyen, ithal ikameci, devlet müdahalesinin yoğun olduğu uygulamalardı. Buna benzer politikalar 1981-1993 döneminde de izlenmiş ancak ekonomik büyümede düşüş olmakla kalmamış, dünya ve Latin Amerika ülkelerinin büyüme ortalamasının gerisinde kalmış ayrıca 1980 öncesi duruma göre daha düzensiz olmuştur.

1990'lı yıllarda Brezilya ekonomisi dışa kapalı, yüksek enflasyonlu, krizlere karşı hassas olan yapısından, fiyat istikrarının olduğu, liberal ve daha iyi yönetilen bir yapıya bürünmüştür. Ancak Brezilya'nın, makroekonomik istikrarı hedefleyen, devlet planlamasının yerini özel sektörün girişimciliğine bıraktığı bu dönüşüm sürecinin büyüme rakamları gözönünde tutulduğunda başarılı olduğunun söylenmesi zordur (Pinherio,2001:2).

Brezilya'nın 1980'lerden sonraki ekonomik durumu üç ana döneme ayrılabilir. 1980'den 1994'deki Real Planın başlangıcına kadar geçen süre, Real Plan ile birlikte başlayan düşük enflasyonun yaşandığı dönem, 1999'daki devalüasyon ve sonrasındaki ekonomik durum. Çalışmanın bu bölümünde öncelikle 1981-93 arasında geçen dönem kısaca incelenicek, ardından 94 yılında uygulamaya konulan Real Plan ve son olarak 1999 Krizi ve sonrası incelenecektir.

3.2.1 Brezilya Ekonomisinde 1981-93 Dönemi

Brezilya, 1980 yılına gelindiğinde, 1973 yılındaki net dış borcu 6,2 milyar Dolar'dan 58,4 milyar Dolar'a yükselmiş, cari açık 1,7 milyardan 12,8 milyar dolar'a yükselmiş bir ülke olarak karşımıza çıkmaktadır. Brezilya 1980'li yıllara kötü giden ödemeler dengesi, sürekli yükselen enflasyon, zayıflamış makroekonomik temellerle girmiş, bu 13 yıl zarfında GSMH'nin ortalama yıllık büyüme rakamı % 1,6, nüfus artışı % 1,9, endüstriyel büyüme %0,4 oranında gerçekleşmiştir.

1970'lilerin sonlarında Brezilya'nın ödemeler dengesinde yaşadığı sıkıntı ulusal parasının 1978-1980 arasında Amerikan Doları karşısında %15,2 oranında değer kaybetmesine sebep olmuştur. Fakat 1981-82 yıllarında enflasyondaki hızlı yükseliş yapılan devalüasyonu geçmiş ulusal paranın reel olarak değerlendirilmesine sebep olmuş, dolayısıyla cari açıktaki artış devam etmiştir. (Pinherio,2001:21)

1981-1983 döneminde GSMH'daki toplam düşüş %6,3 olarak gerçekleşmiştir. Ancak yapılan devalüasyonla birlikte cari işlemler 98,5 Milyon Dolar'lık küçük bir açık vermiştir. Bununla birlikte düşük büyüme, devalüasyon ve ihracata verilen sübvansiyonlar kamu bütçesini altüst etmiştir. 1970'li yılların sonunda cari açıkları finanse etmek için alınan kamuya ait dış borçlar ve bankaların döviz yükümlülükleri gibi etkenlerden dolayı 1982 yılında yaşanan dış kaynaklı kriz kamu dengelerinin bozuk olmasından dolayı kamu maliyesinin de çok ciddi boyutlarda bu krizden etkilenmesine neden olmuştur. 1983 yılındaki devalüasyon kamu borcunun GSMH içindeki payını 1982'deki %29,5'luk orandan 1983 yılında %49,5'e, 1984 yılında %53,5'e çıkmasına neden olmuştur(Gruben,Welch,2001:12).

Enflasyonun hızlı artışı vergi gelirlerinin azalmasına yol açmıştır. 1970'lerde % 25,4 olan verginin GSMH'ye oranı 1985 yılında %22'ye inmiştir. (Oliver-Tanzi etkisi) Bununla birlikte artan faiz ödemeleri 1976-79 yıllarında ortalama olarak GSMH'nin %1,7'sini oluştururken, 1980-83 döneminde bu oran %2,9'a çıkmıştır. 1988 yılında yapılan düzenlemeyle vergi gelirlerinin önemli bir bölümü eyaletlere ve belediyelere aktarılmıştır ancak giderlerde yeniden dağıtım da daha az değişiklik gerçekleştirilmiştir. Eyaletlerde ve belediyelerde oluşan bu bütçe fazlasının etkin olmayan bir şekilde yönetilmesi sonucu toplam kamunun operasyonel bütçe açığı daha da büyümüştür. 1989 yılında bu açık GSMH'nin %7,4'üne ulaşmıştır. Bunun kamu tasarruflarındaki yansıması da aynı şekilde olmuştur. 1970'lilerde %4,7 olan kamu tasarrufları 1980'lerde % (-5,8) gibi bir orana düşmüştür.

1970'lerde yükselme eğilimine giren enflasyon 1981-93 arasında tamamıyla kontrolden çıkmış yıllık %768 (IGP) gibi bir orana çıkmıştır. 1981-93 dönemi göz önüne alındığında fiyatlar 7,7 milyar kat artmıştır. 1986 yılında Cruzado Planı ile Brezilya enflasyonla mücadeleyi fiyatları belirli bir süreliğine dondurarak denemiş ancak yüksek kamu açığı, para arzındaki gerektiğinden fazla artış programı başarısız kılmıştır. Sarney döneminde iki ayrı heterodoks istikrar programı, 1987 yılında Bresser Planı ve 1989'da Summer Planı uygulamaya konmuş ancak başarısız olmuştur. (Pinherio,2001:22)

Buna ek olarak Collor yönetiminde, 1990 ve 1991 yıllarında iki ayrı plan uygulanmıştır. 1990 Martında uygulanmaya başlanan plan, finansal varlıkların Merkez Bankası hesabında 18 aylığına dondurulması, daha sonrada 12 aylık

taksitlere bölünmesini içeren bir uygulamadır. Bu para arzı daralması sonucunda milli gelir de büyük bir düşüş görülmüştür. Politika yapıcılar bu durum karşısında limitli de olsa finansal varlıkları serbest bırakmak zorunda kalmıştır ancak bu da çare olmamış program başarısızlığa uğramıştır. 1991'de enflasyon yeniden tırmanmaya başlamış bunun sonucunda yeni bir program uygulamaya konmuş ancak tekrar başarısızlığa uğramıştır.

1986-91 yılları arasında 5 kez uygulanan, fiyatların ve kontratların dondurulması gibi politikaları içeren heterodoks sabilizasyon programları enflasyonu düşürmede her seferinde başarısız olmuş, istikrarsızlığı arttırmış, hükümetin kredibilitesini azaltmıştır. 1991'in ortalarında kabinedeki ekonomi yönetiminin değişmesiyle politikalar ortodoks özellikler de barındırmaya başlamıştır. Para arzının kontrol altına alınmasıyla birkaç ayılığında olsa %20 oranı yakalanması başarılmıştır. Bu zaman zarfındaki yüksek fazilerden dolayı ülke yabancı sermaye yatırımı almıştır. 1992 yılındaki uluslararası rezervler 1991'deki miktarın 2 katına çıkmıştır. Böylelikle kuru korumak ve enflasyonist baskılara karşı koymak daha kolaylaşmıştır.

1981-93 döneminde Brezilya'nın en büyük başarısı 1979-81 arasında yaşanan dış kaynaklı şokun üstesinden gelmesi olmuştur. Bu dönemdeki yüksek cari açıklar 1984 yılında cari fazlaya dönüşmüştür. Özellikle 1986 yılından itibaren düşmeye başlayan petrol fiyatlarıyla birlikte ihracat yılda ortalama %6,5'lik bir ortalama ile büyüme kaydetmiştir. İthalat da 1,9'luk bir büyüme göstermiştir.

1990'lı yılların başları devletin ekonomiye etkisinde büyük değişikliklerin olduğu bir dönemdir. Ticari liberalizasyon, özelleştirme, fiyat kontrollerinin sona ermesi, rekabeti koruyan yasaların getirilmesi, yabancı yatırımların önündeki yasal engellerin çoğunluğunun kaldırılması gibi düzenlemeleri içeren reformlar yapılmıştır. 1988 yılından itibaren artan bir şekilde ulusal üreticiler üzerindeki koruma kaldırılmaya başlanmıştır. Ticari liberalizasyonun yanında rekabet yasası ve anti-tröst kurumunun güçlendirilmesiyle rekabet desteklenmiştir. Özelleştirmede de büyük adımlar atılmış, 1981 yılında Özelleştirme Kurumunun kurulmasıyla 1990 yılına kadar 38 işletme satılmış, 18'i eyaletlere devredilmiştir, 10'u diğer federal işletmelerle birleştirilmiştir, 4 tanesi satılmış, 1 tanesi kiralanmıştır. 1990 yılında Ulusal Özelleştirme Programının kapsamı genişletilerek büyük üretim şirketleri de programın içine alınmıştır. 1991-93

yılı arasında çelik, petrokimya, gübre gibi alanlarda çalışan büyük fabrikalar özelleştirilmiştir. (Gruben,Kiser,1999:13)

Tablo 3.5 Brezilya’da 1980-1993 Arasında Cari İşlemler Dengesi (milyon\$)

	İhracat	İthalat	Ticari Denge	Net Faiz	Kar Trnsf	Hizmetler	Cari Denge
1980	20133	22954	-2821	-6311		-10152	-12807
1981	23292	22092	1200	-9161	-370	-13135	-11734
1982	20176	19395	781	-11353	-585	-17083	-16311
1983	21899	15429	6469	-9555	-758	-13415	-6837
1984	27006	13916	13088	-10203	-796	-13215	45
1985	25642	13154	12487	-9659	-1057	-12877	-242
1986	22349	14045	8305	-9327	-1350	-13695	-5304
1987	26224	15053	11171	-8792	-909	-12678	-1436
1988	33789	14605	19184	-9832	-910	-15103	4175
1989	34383	18263	16120	-9633	-2383	-15331	1033
1990	31414	20661	10753	-9748	-1591	-15369	-3782
1991	31620	21041	10579	-8621	-665	-13542	-1407
1992	35862	20554	15308	-7253	-574	-11339	6144
1993	38597	25659	12938	-8280	-1831	-15585	-592

Kaynak: www.bcb.gov.br

3.2.2 Brezilya’da 1993 Sonrası Dönem: Real Planı

1980’li ve hatta 1990’lı yılların başlarında Brezilya’nın enflasyon problemi yüksek rakamlarda seyrederek süreklilik arz etmiştir. Brezilyalı yetkililer yüksek enflasyonlu dönem boyunca; etkin olmayan vergi sistemi, kamu açıkları, karşılıksız para basımı ve enflasyon arasındaki bağlantıya gerektiğince önem vermeyen politikalar izlemişlerdi. Politikayapıcıları enflasyonu fiyatların dondurulmasıyla, endekslemenin kaldırılmasıyla, döviz kurunun sabitlenmesiyle ortadan kaldıracabileceklerini ummuşlardır. Ancak sürdürülebilir kamu dengesi gözetilmeden oluşturulan tüm politikalar, enflasyonla mücadelede başarısızlığa uğramıştır(Gruben,Welch,2001;12).

1994 yılında Brezilya yukarıda değinilen ilişkileri dikkate alacağını iddia eden bir ekonomik istikrar programı başlatmıştır. Adını yeni tedavüle çıkan ulusal para olan

Real'den alan istikrar programı geçici olarak endeksleme içeriyordu. Ancak bu endeksleme enflasyon veya kurdan çok herhangi bir malın dolar fiyatındaki artışına bağlıydı.

Real Plan Brezilya'daki yüksek enflasyonun kamu açıkları ve kontratların geçmiş enflasyona indekslenmesinden kaynaklandığı teşhisi konularak hazırlanmış bir istikrar programıdır. Bu teşhis doğrultusunda planın içerdiği politilkalar iki anakolda incelenebilir (Bevilaqua, Garcia,2001:16 -19)

- Kamu dengesini sürdürülebilir duruma sokmak
- Sıkı para politikası

Plana göre ekonomik stabilizasyon üç aşamada gerçekleşecekti:

1. Hükümet kısa dönem kamu bütçesini sürdürülebilir duruma getirecek
2. Para otoriteleri yeni fiyat indeksini yürürlüğe sokacaklar
3. Son olarak da yeni para birimi Real uygulamaya girecekti

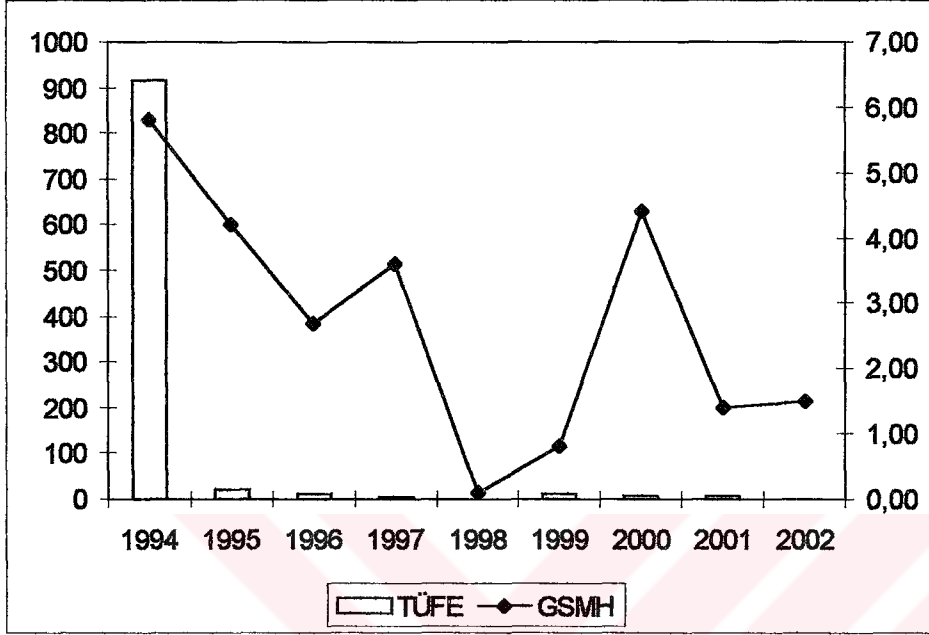
Burda kamu dengesinin kısa vadeli olarak düzenlenmesi ibaresinin anlamı iç politikadaki bazı beklenmeyen gelişmelerden kaynaklanmaktadır. Bunlardan bir tanesi özelleştirme programının kongrede muhalefet görüp yaşama geçirilememesinden, diğeri de yapısal reformların kongreden geçirilememesindendir. Bu yüzden kamu otoriteleri cari harcamaların kesilmesi ve vergilerin artırılması yoluna gitmiştir. 1993'ün sonunda Acil Sosyal Fon olarak adlandırılan kısa dönem kamu bütçesini düzenleme yasası Ulusal kongrede kabul edildi. Sonuç olarak parasal reformdan 1 ay önce faiz dışı bütçe GSMH'nin %2,6'sını bulmuşken , konsalide bütçe de dengeye gelmişti.

Real Planda ikinci basamak Cruzeiro Realinin dolaşımı devam ederken Yeni Real'in hesap birimi olarak kullanılmaya başlanmasıydı. Yeni Real'in değeri Brezilya'daki çeşitli enflasyon indekslerini temsil etmekteydi. Bu para biriminin uygulanması enflasyonun düşürülmesi açısından hayati önem taşımaktaydı çünkü bütün kontratlar bu para üzerinden gerçekleşecekti. Planın son basamağı ise Yeni Realin tam anlamıyla Cruzeiro Realinin yerine geçmesiydi.

Real Planın enflasyonu indirmedeki başarısı dönem rakamlarına bakıldığında açıkça görülmektedir. Aynı şekilde programın başlarındaki büyüme oranlarıda olumlu

gözükmemektedir. 1990 ve 93 yılları arasında ortalama büyüme oranı %1,3 iken 94-95 yıllarında ortalama büyüme %5 olarak gerçekleşmiştir.

Grafik 3.10 Brezilya’da Enflasyon (Tüfe) – Büyüme Oranları



Kaynak: www.bcb.gov.br

Fiyat istikrarı kriteri ele alındığında Real Planın başarılı olduğuna şüphe yoktur. Yukarıdaki grafikte de görüldüğü gibi enflasyon oranı 1994’teki üç haneli rakamdan 1998 yılında %1,7’ye düşmüştür. Tabii ki bunun en önemli sebebi kur çıpası uygulamasıdır. 1995-1998 yılları arasındaki ekonomik büyümeye baktığımızda ortalama olarak %2,8 gibi bir oranın yakalandığı görülmektedir. Büyüme oranları göz önüne alındığında real planın performansının enflasyonda yakalanan başarı kadar büyük olmadığını görebilmekteyiz.

Enflasyonu düşürmek ve dövize doğru oluşabilecek spekülasyon atakları öleyebilmek için uygulanan yüksek faiz politikası sonucunda ülkeye sermaye girişi artmıştır (Tablo 3.8).

Talebin artması, ulusal paranın değerlendirilmesi, Brezilya’nın ihracat sektörünü zora sokmuştur; dış ticaret hesabı açık vermiş, cari açık artmıştır (Tablo 3.6). Real planın öncesini ve sonrasını incelediğimizde 1990-94 arasındaki dönemde dış ticaret fazlası varken, 1994-2000 arasında dış ticaret açığı gözükmemektedir (Ferrari, 2002:32).

Real Planın çeşitli faydalarının yanında, çok ciddi maliyetleri de vardı. Bunlardan en önemlisi 1990'ların ikinci yarısından itibaren iyice ortaya çıkan ödemeler dengesindeki aksaklıklardır. Aşağıdaki tablodada görüldüğü gibi 1981 yılından 1995 yılına kadar ticaret fazlası veren Brezilya 1995 yılında dış ticaret açığı vermiş ve bu açık da cari açığı etkilemiştir. Ancak yabancı sermaye ülkeye giriş yaptıkça bu açık ekonomik istikrarı etkilememiştir. Dış ticaret dengesinin bozulmasındaki en büyük sebep kurun aşırı değerlenmesidir. İthalattaki artışın sebeplerinden bir tanesi de artan bütçe açığıdır (Tablo 3.7).

Brezilya para otoritelerine göre cari hesaptaki açık artarak devam etsede kısa vadeli sermaye hareketleri tarafından finanse edilmesi sayesinde uluslararası rezervler istikrarını koruyordu (Tablo 3.8). Bu sırada birçok eski Brezilyalı ekonomi bürokratı ve ekonomist değerlenen ulusal paranın ileride ciddi problemler doğuracağını ve artan cari açığın orta ve uzun vadede sürdürülemez olduğunu deklare etmekteydiler. Buna cevap olarak para otoriteleri reel kurun değerlenmesinin enflasyonla mücadelenin bir sonucu olduğunu ve cari açığın yabancı tasarruflarla takviye edilebileceğini iddia etmekteydiler. Ancak Asya ve Rusya krizleri, cari açığın yabancı sermaye tarafından karşılanmasının sürdürülebilirliği konusundaki soru işaretlerini gündeme getirmiştir.

Tablo 3.6 Brezilya'da 1994-2001 Arasında Cari İşlemler Dengesi (milyon\$)

	İhracat	İthalat	Ticari Denge	Net Faiz	Kar Trnsf	Hizmetler	Cari Denge
1994	43545	33105	10440	-6338	-2483	-14743	-1689
1995	46506	49664	-3158	-8158	-2590	-18594	-17972
1996	47747	53301	-5554	-8778	-2830	-20350	-23502
1997	52990	61347	-8357	-9483	-5443	-25866	-30791
1998	51120	57594	-6484	-11437	-6855	-28299	-33445
1999	48006	49212	-1206	-14876	-4115	-25825	-25396
2000	55086	55722	-636	-14649	-3316	-25460	-24669
2001	58223	55581	2642	-14881	-4961	-27496	-23217

Kaynak: www.bcb.gov.br

1994 sonundaki Meksika Krizi nedeniyle yabancı yatırımlarda ciddi miktarda azalma gerçekleşmiştir. Bu durumda para otoriteleri sabit kur politikasından devalüasyona

götmek yerine kontrollü döviz kuru politikasını seçmişlerdir. Bunun da ötesinde bazı sektörlerde tarifeleri arttırmışlar ayrıca kaçan yabancı sermayeyi geri getirebilmek için faizleri yükseltmişlerdir. Aralık 94 ve mart 95 arasında nominal faiz oranları %56,4'den %65'e yükseltilmiştir. Uygulanan sıkı para politikası sonucunda uluslararası rezervler temmuz 95'deki 31 Milyar Dolar seviyesinden %61,2'lik artışla aralık 1995'de 50 milyar Dolar'a yükselmiştir. Bu sayede Tequila Krizi Brezilya'yı etkilemekle birlikte finansal kriz ortamı doğmamıştır. Ancak GSMH değerlerine bakıldığında 1995-96 yıllarında düşüş gözlenmiştir.

Diğer bir yanda artan nominal faiz oranları kamu dengesini daha da kötü duruma getirmiş, kamu borcunun artmasına neden olmuştur. Tablo 3.7 kamu açığı, kamu borcu ve GSMH arasındaki bağlantıyı göstermektedir.

Tablo 3.7 Brezilya'da Kamu Göstergeleri (%GSMH) 1994-2000

	Faiz Dışı Fazla	Noninal Faiz Öd.	Top.Büt Açığı	Toplam Kamu Borcu
1994	5,21	32,18	26,97	28,5
1995	0,27	7,54	7,27	29,9
1996	- 0,09	5,78	5,86	34,4
1997	- 0,97	5,16	6,07	34,4
1998	0,02	7,94	7,87	41,7
1999	3,24	13,2	10	49,4
2000	3,53	8,05	4,59	49,3

Kaynak: www.bcb.gov.br

Yüksek faiz oranlarının yarattığı zorluklar finansal sistem üzerinde kötü sonuçların doğmasına sebep olmuştur. Bunun üzerine ulusal finans sistemini yeniden yapılandırmayı ve güçlendirmeyi amaçlayan PROER programı devreye sokulmuştur. Bu program özellikle ülkenin üç önemli bankası; Bamerindus, Economico ve Nacioanl adlı bankaların yapısının kuvvetlendirmek için hayata geçirilmiştir.

1996 yılının sonuna gelindiğinde Real Planın iki sorunu aşırı değerlenmiş döviz kuru ve yüksek faiz oranları makroekonomik görünümü kötüleştiriyordu. Ticari ve cari

hesaplar kötüye gidiyor, kamu borcu artıyor ve ekonomik aktivite azalıyordu. Böylelikle Real Plan hakkındaki beklentilerde soru işaretleri oluşmaya başlamıştı.

1997 yılının ikinci yarısında patlayan Doğu Asya Krizi sonucunda Real'e karşı spekülasyon atakları tekrar başladı ve 1997'nin temmuz ve aralık ayları arasında uluslararası rezervler %10 oranında azaldı. Bu duruma hükümetin tepkisi çabuk ve her zamanki gibi geleneksel oldu, nominal faiz oranları %24,5'den %46,5'e yükseltildi. Bu zaman süresince rezervlerin yüksek olmasından dolayı plana olan güven tekrar eski haline getirilmişti.

1998'in üçüncü çeyreğinde, Rusya Krizinin de etkisiyle ve piyasa oyuncularının Brezilya hakkındaki olumsuz algılamalarıyla Real'e karşı uluslararası rezervleri dikkate almayan spekülasyon atakları başlamıştı. Bu iki kriz Brezilya ekonomisini oldukça derinden etkilemiştir. Brezilya bono fiyatlarında oldukça şiddetli düşüşler yaşanmış, bununla birlikte ülkeye giren portföy yatırımları 1996 yılındaki 6 milyar Dolarlık rakamdan 5,3 milyara, 1998 yılında da 1,8 milyar Dolarlık net çıkışa dönüşmüştür (Tablo 3.8). Bu çıkışların sebepleri arasında Brezilya ekonomisi hakkındaki beklentilerin terse dönmesinin yanında uluslararası yatırımcıların Asya ve Rusya'daki zararlarını azaltmaya çalışması da yatmaktadır. Sermaye çıkışları ile birlikte 1997 yılından itibaren Brezilya'nın uluslararası rezervlerinde azalma gözlenmeye başlamıştır. Bunun sebebini Brezilya'nın ödeyememe (default) durumuna düşmesi olasılığı ve olabilecek devalüasyon beklentisi oluşturmuyordu. Ancak aynı dönemde özelleştirmesinde etkisiyle direkt yabancı sermaye yatırımında büyük boyutlarda artış gerçekleşmiştir. Aşağıdaki tabloda da görüldüğü gibi 1996-1998 yılları arasında direkt sermaye yatırımındaki artışa rağmen cari açığındaki artış durdurulamamıştır. (Ferrari,2002:37)

Tablo 3.8 Brezilya'da Sermaye Hareketleri, Dış Borç, Uluslararası Rezervler (Milyon \$)

	Net Portföy Yatırımları	Net Direk Yatırımlar	Dış Borç	Uluslararası Rezervler
1993	6651	6170	145000	32210
1994	7280	8131	149000	38810
1995	2294	4663	159000	51840
1996	6040	15482	180000	60110
1997	5300	22234	199000	52170
1998	-1851	24042	243000	44560
1999	1360	31347	225910	36340
2000	2722	33103	216920	33010

Kaynak: www.bcb.gov.br

Artan sermaye kaçışını karşılayabilmek için otoriteler sıkı para politikası yoluyla kaçan sermayeyi geri çağırmaya çalışmışlardır. 1997-98 yılları arasında reel faizler yaklaşık %10 civarında artış göstermiştir. Sermaye kaçışını durdurmak ve Real üzerindeki baskıyı azaltmak için arttırılan faiz oranları kamu borcunda ciddi artışlara neden olmuştur. 1997 yılında GSMH'nin %6,07'sine denk gelen bütçe açığı, 1998'de %7,87, 1999'da %10'a ulaşmıştır (Tablo 3.7). 1997-98 yılları arasındaki faiz dışı bütçe için gösterilen düşük performans bütçe açığını azaltmak için yeterli olmamıştır. Bütün bu çabalara rağmen artan kamu borcuna karşı piyasaların gösterdiği hassasiyet Real üzerindeki baskıların artmasına neden olmuştur. Ağustos 1998'de 60 milyar Dolar olan rezervler Ocak 1999'da 35 milyar Dolar'a gerilemiştir (Amann,Baer,2002:11).

Tablo 3.9 Brezilya – IMF Antlaşmaları (Bin SDR)

	Antlaşma Tarihi	Bitiş veya İptal Tarihi	Antlaşma Miktarı	Kullanılan Miktar	Kalan Borç
Stand-By Antlaşması	06.09.2002	31.12.2003	22821120	7606050	7606050
Ek Rezerv Kolaylığı	06.09.2002	05.09.2003	7609691	3803025	3803025
Stand-By Antlaşması	14.09.2001	05.09.2002	12144400	11385374	8068416
Ek Rezerv Kolaylığı	14.09.2001	05.09.2002	9950874	9950874	6633916
Stand-By Antlaşması	02.12.1998	14.09.2001	13024800	9470750	2687000
Ek Rezerv Kolaylığı	02.12.1998	10.03.1999	9117360	6512400	0
Stand-By Antlaşması	29.01.1992	31.08.1993	1500000	127500	0
Stand-By Antlaşması	23.08.1988	28.02.1990	1096000	365300	0
		TOPLAM	50586320	28954974	18191872

Kaynak: www.imf.org

1998 yılında problemler daha çok belirginleşmeye başlamıştı ve hükümetin kamu dengesi üzerine verdiği sözlere dair şüpheler artmıştı ve bazı iyi tanınmış

ekonomistler Brezilya'yı açıkça devalüasyona davet ediyordu. Başkan Fernando Cardoso programın ilk dönemlerinde kamu bütçesi üzerine yoğunlaşmış olsa da 1998'in sonlarına doğru bu ilgi daha çok yeniden seçilme yönüne doğru kaymıştı. 1998 sonbaharında tekrar seçildikten sonra Cardoso tekrar bütçe üzerine yoğunlaştı. Ekim sonunda 23 milyar Dolarlık tasarruf etmek için yeni bir bütçe planı açıkladı. Birçok analist 1999 yılı için faiz ödemelerini karşılayacak fazlanın verilebileceği üzerine hesaplar yapmaya başlamıştı. Kasımda IMF ile 41,5 Milyar \$'lık anlaşma yapılacağı açıklandı.

Ancak Aralık 1998 yılında Cardoso'nun kongreye sunduğu yeni bütçe paketi kabul görmedi. Buna ek olarak önemli bir sosyal güvenlik reformu kongreden dördüncü kez veto edildi. Buna karşılık olarak ülkeden sermaye çıkışları hızlandı. Günlük sermaye çıkışları 350-400 milyon Dolara yaklaşmıştı.

Brezilya'daki devalüasyonu tetikleyen bir olay söylenmesi gerekirse bu, Minas Gerais Eyaletinin valisi Itamar Franco'nun Brezilya Federal Hükümetine olan eyalet borcunun 3 aylığına askıya aldığını deklare etmesi olmuştur. Bu açıklamayı diğer 6 eyaletin valilerinin faiz ödemelerinin tekrar masaya yatırması gerektiği talebi izlemiştir. Bütün bu gelişmelerin sonunda yatırımcıları Brezilya'nın borçlarının sürdürülebilirliği üzerine beklentileri olumsuzla dönmüş ve sermaye çıkışları ivme kazanmıştır.

Bu açıklamadan bir hafta sonra Merkez Bankası Başkanı istifa etmiş ve yeni gelen başkan Real'in %9 devalüe edildiğini ilan etmiştir. Bu açıklama günde 1milyar \$'a çıkan sermaye çıkışlarının hızını kesmeye yetmemiştir. Yeni başkan Francisco Lopes'in %9'luk devalüasyonun devamının olmayacağı yönündeki ısrarlı açıklamaları kur üzerindeki spekülasyonları durduramamıştır. Bu açıklamalarından tam iki gün sonra Real'in serbest dalgalanmaya bırakıldığı Merkez Bankası tarafından duyurulmuştur. 13 Ocak 1999'da serbest dalgalanmaya bırakılan Real Mart'da 2,11'lik en düşük değerine ulaştıktan sonra dengeye gelebilmiştir. (Amann, Baer,2002:16)

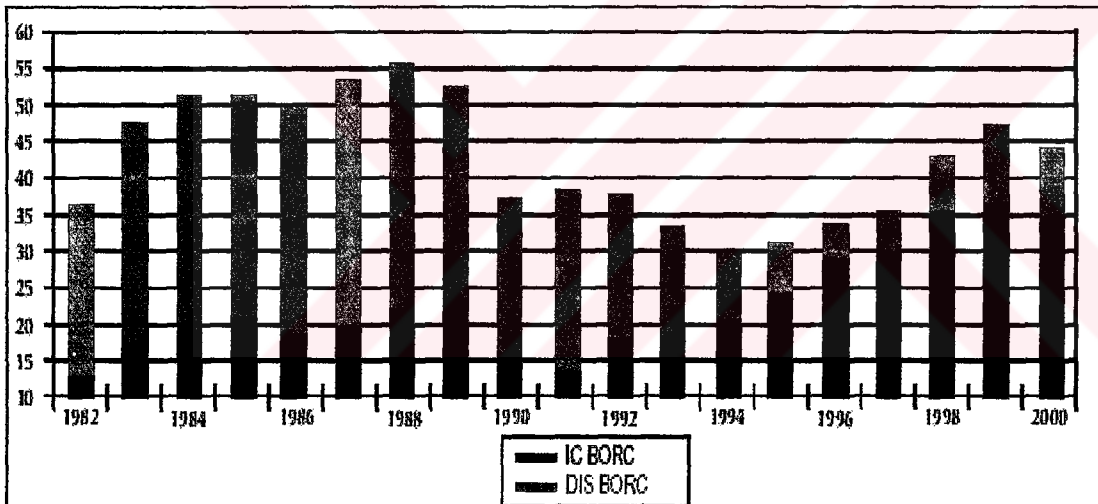
3.2.3 Brezilya'da 1999 Krizinin Nedenleri

3.2.3.1 Brezilya'nın Kamu Açıkları

Brezilya'nın kamu açıkları Tablo 3.7'de görüldüğü gibi azaltılması güç bir duruma gelmişti. Bir yanda yüksek faiz ödemelerinden dolayı yaşanan sıkıntı, diğer yanda arttırılamayan faiz dışı bütçe rakamları kamu dengesini zorluyordu. Faiz dışı bütçe fazlasını arttırmak imkansız yakındı çünkü gelir ayağında vergileri arttırmak ekonomiyi daha da sıkıntıya sokacaktı zaten vergi gelirleri GSMH'nin %30'una yakındı ve bu oran Uruguay'dan sonra G.Amerika'da ikinci büyük orandı. Harcamalar kalemine baktığımızda da aynı şey söz konusu idi, bütçenin çoğunluğunu maaşlar ve transferler oluşturuyordu, bütçenin sadece %25'i yatırım, eğitim, sağlık gibi isteğe bağlı harcamalara bağlıydı. (Ferrari,2002:39)

3.2.3.2 Brezilya'nın Olumsuz Borç Profili

Grafik 3.11 Brezilya'da Net Kamu Borcu (% GSMH)



Kaynak: BankBoston,2000

Burda dikkat edilmesi gereken nokta Brezilya'nın kamu borçlarının GSMH'ya oranından çok yukardaki grafikte açık olarak gözüken Real Planın uygulanmaya başlandıktan sonraki devalüasyonun gerçekleştiği 1999 yılına kadar geçen süre zarfındaki kamu borcundaki artış hızıdır. Tablo 3.7'deki borç oranları bize göstermektedir ki kamu borcunun GSMH'ya oranı dünyadaki diğer devletlerin oranlarıyla karşılaştırıldığında çok da yüksek olmadığıdır. Örneğin 1999 rakamlarına göre bu oranda %118'lik rakamla İtalya birinci sırada yer alırken, %116 ile Japonya ikinci, %105 ile Yunanistan üçüncü sıradadır, aynı yılda Brezilya'nın oranı %49,4'dür. Ancak borç oranının artışı dikkat çekicidir. 1994 yılında %28,5 iken 1999

yılında %49,4'lük bir rakama ulaşmaktadır. Bu da yılda yaklaşık %6'lık bir artışa denk gelmektedir (bu da ortalama GSMH artışından fazladır). Burda daha dikkat çekici olan bu artışın %90'ının son iki yılda gerçekleşmiş olmasıdır. Kamu borcunun hızlı artışının ardındaki sebeplerden bir tanesi hükümetin daha önce varolan ancak kamu borcu olarak kabul edilmeyen borçları kendi borcu olarak kabul etmesidir. Bunun yanında grafik 3.11'de görüldüğü gibi 1998 yılında kamu borcunda ciddi bir sıçrama gerçekleşmiştir. Bunun sebebi 1997 yılındaki Asya ve 1998 yılındaki Rusya Krizi'nden dolayı artan faizlerdir. (tablo 3.10) (BankBoston,2000:6)

Ülkenin kamu borç profili ile ilgili söylenebilecek bir başka noktada 80'li yıllarda kamu borçlanma politikasında dışıradan borçlanma tercih edilirken, 90'lı yıllarda bu tercihten vazgeçilip yurtiçi borçlanmaya ağırlık verilmiştir. Bu değişim yukarıdaki grafikte de açıkça görülmektedir.

3.2.3.3 Brezilya'da Kısıtlı Yurtiçi Tasarruf

Düşük yurtiçi tasarruf ve kamu borcu etkisiyle oluşan dışlama etkisi sonucunda yatırımların finanse edilmesi zorlaşıyordu. Sermayenin kıtlığı ve istikrarsız Brezilya ekonomisi birleştiğinde yüksek yurtiçi faizlerin doğması ortaya çıkıyordu. Buna ek olarak kurumsal sorunlar da faizin gereğinden fazla yükselmesine yol açıyordu. Bankalar borçluların ödeyememe durumuna düşmeleri riskini dikkate alarak faiz oranlarını yüksek tutuyorlardı. Bankaların faiz oranlarını yüksek tutmasının diğer bir nedeni de yönetim ve personel harcamaları üzerindeki yüksek vergi yüküydü.

Tablo 3.10 Brezilya'da 1994-2000 Arası Faiz Oranları (yıl sonu)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Nominal Faiz (%)	1386	53	27,4	24,8	37,3	19	15,6
Reel Faiz (%)	24,1	25	16,2	18,5	36,1	6,7	8,3

Kaynak: BankBoston,2000

Brezilya bankacılık sistemindeki toplam varlıkların GSMH'ya oranı %82 gibi büyük bir orana eşit gelmektedir. Bununla birlikte özel sektöre açılan kredi GSMH'nın %28'ine denk gelmektedir. Orta ve uzun vadeli kredilerden de sadece büyük gruplar ve holdingler faydalanabilmekteydi. Bankaların kısa vadeli devlet tahvilleri üzerinde durmalarının sebebi; bu enstrümanların yüksek getiri vermesi, mevcut ekonomik ortamda şirketlerin ödeyememe durumuna düşme riskinin yüksek olması gibi

sebeplerdir. Sonuç olarak özel şirketler kısa vadeli kredi kullanmak zorunda kalıyordu, şanslı olanlar ise uzun vadeli kamu kredileri veya dış borçlanmaya gidebiliyorlardı. Uzun vadeli kredi sıkıntısının olması özel yatırımların sekteye uğramasına neden oluyordu (Amann,Baer,2002:25).

3.2.3.4 Brezilya'da Cari İşlemler Açığının Devam Etmesi

Real Plan'ın uygulanmasından önce Tablo 3.3 'de de görüldüğü gibi sürekli surette dış ticaret fazlası veren ve bu sayede cari işlemler dengesinde fazla veya kısa süreli de olsa açık veren Brezilya için 1994'den sonrası için aynı şeyi söylemek pek mümkün gözükmemektedir.

Real'in ABD Dolarına bağlanmasıyla kısmen rekabet avantajını yitiren ihracat sektörü Tablo 3.4'de görüldüğü gibi ithalatın artış hızına yetişememiş ve 1997 yılında dış ticaret açığı 8,35 milyar Dolara ulaşmıştır. Tek başına bu rakam Brezilya gibi o yıllarda dünyanın sekizinci, Latin Amerika'nın ise birinci büyük ekonomisi olan bir ülke için pek de önemsenecek bir rakam olmasa da cari işlemlere baktığımızda rakamın 33,5 milyar Dolar'a yükseldiğini görmekteyiz. Yıllar itibari ile cari işlemler açığının GSMH'ya oranına baktığımızda (Tablo 3.2) 1997 için 3,79, 1998 yılı için 4,46, 1999 yılı için ise 4,78 olmuştur. Bu oranların yeni sanayileşmekte olan bir ülke için sürdürülebilir bir döviz kuru sistemini gösterdiğini söylemek pek de doğru olmamaktadır. Bu türden sürekli ve artarak devam eden cari işlemler açığının Brezilya gibi ulusal parasını yabancı bir rezerv paraya bağlayan ekonomiler için ciddi bir para krizi sinyali sayılması yatırımcıların özellikle Rusya Krizinden sonra (her ne kadar Brezilya ekonomisinin Rusya ekonomisine göre bariz üstünlüğü olmasına rağmen) dikkatlerini bu ülkeye çevirmesine neden olmuştur. Daha doğrusu spekülörlerin uluslararası rezervlere saldırısı için kolay bulunur bir neden yaratması için elverişli bir durum doğmuştur.

3.2.3.5 Brezilya'da Düşük Ekonomik Performans

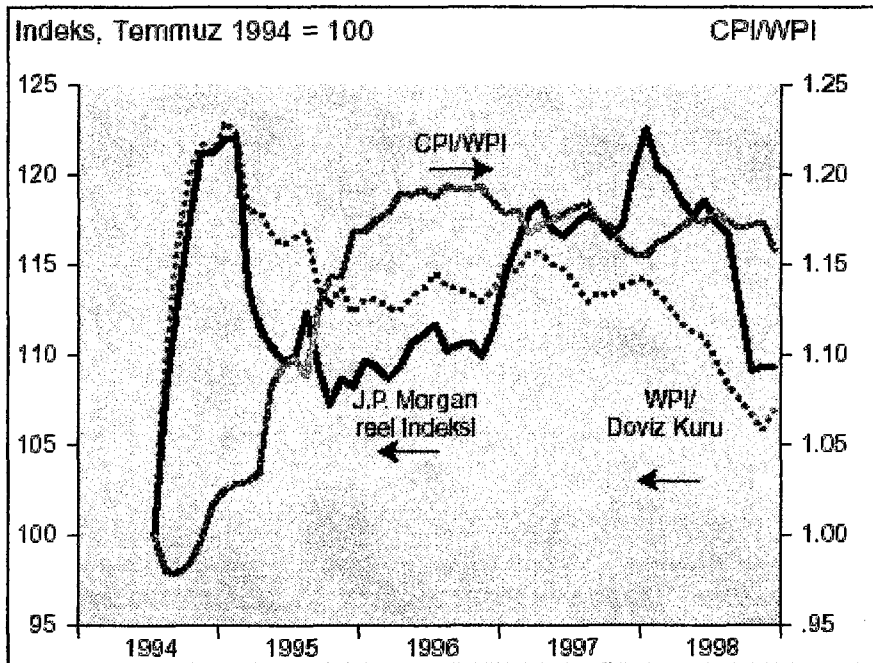
Kamu ve cari hesaptaki ciddi boyutlardaki çarpıklıklar ülkenin sosyal durumuna ve ekonomik gelişmesine zarar veriyordu. 1994 ve krizin yaşandığı 99 yıllarını saymazsak yıllık ortalama büyüme %2,65 olarak gerçekleşmiştir. Bu da yeni sanayileşmekte olan bir ülke için düşük bir performans olarak sayılmaktadır. Gelişimin yabancı sermayeye olan bağımlılığından dolayı dış kaynaklı şoklara karşı dayanıksızlığı bunun en büyük nedeni idi. İkincisi ise kamu borç yapısının bozuk

olmasının şirketler ve halk üzerindeki vergi yükünü arttırması ve uzun dönemli yatırımların azalmasıydı. Bütçenin harcama kalemlerinde yapılacak değişikliklere tahammülü olmaması ulaşım, enerji ve sosyal hizmetler alanında yatırımların azalmasına neden oluyordu.

3.2.3.6 Brezilya Real'inin Değerindeki Artış

1998 yılının sonunda enflasyon sıfırın altına indirilmesine rağmen, ülkenin kontrollü döviz kuru politikasının daha önceki A.B.D ve Brezilya arasındaki enflasyon farklarını giderici bir etkisi yoktu. Çeşitli hesaplama yöntemlerine referans alındığında Brezilya Real'inin %15-25 arasında değerli olduğu görülmektedir. Bu hesaplamalarda başlangıç tarihi olarak programın başlangıç tarihi olan Temmuz 1994 tarihi alınmaktadır. J.P.Morgan reel kur endeksine göre temmuz 1994 ve 1998 yılları arasında ulusal para %22 oranında değer kazanmıştır. Diğer bir başka ölçüm aracı olan ticarete konu olmayan malların fiyat artışının (CPI), ticarete konu olan malların fiyat artışına(WPI) oranı da bu görüşü desteklemektedir. Bu oran programın başladığı tarihle devalüasyon tarihi arasında %15'lik bir artış göstermiştir. Bu orandaki artış cari hesap krizlerinin bir göstergesi olarak kabul edilmektedir. Başka bir hesaplama yöntemi de ticarete konu olan mallardaki(WPI) değişimin, döviz kurundaki artışa oranıdır. Bu oranın da en alt ve an üst noktası arasında %22'lik bir fark vardır (Gruben,Welch,2001;23).

Grafik 3.12 Brezilya'da Reel Kur Göstergeleri



Kaynak: www.imf.org, J.P. Morgan

3.2.4 Brezilya'da Devalüasyon Sonrası Durum

Realin değerinin korunması için uygulanan politikalar Real Plan uygulanmadan önce ülkede varolan hiperenflasyonun tekrar geri gelebileceği korkusuyla daha dirençli bir şekilde sürdürülmüştür. Döviz kuru sisteminden vazgeçilmesiyle birlikte beklentiler enflasyonun tekrar tırmanışa geçeceği yönünde şekillenmiştir. Bunun yanında para otoritesinin değer kaybının olması gerekenden fazla olmasını engellemek için faiz arttırımına gitmesi ekonomiyi daha da çok sıkıntıya sokucağı beklentisini doğurmuştur. Sıkı para politikası kamu borçlanma maliyetlerini yükselttiği için arzulanan kamu dengesine ulaşmayı zorlaştırmaktaydı. Sonuç olarak IMF'e verilen sözler tutulamadı ve bu da yatırımcı güveninin azalmasına sebep oldu.

Ancak devalüasyon sonrası oluşan kötü beklentilerin çoğu oluşmadı. Öncelikle enflasyonda yüksek bir sıçrama gerçekleşmedi. 1999 ocağında aylık %0,7 olan TÜFE, Mart ayında ancak %1,1'lik bir orana ulaşabildi. Yıllık bazda bile bakıldığında 1998 yılında %1,7 olan TÜFE, 1999 yılında %8,9'a yükselmiştir. 2000 yılında ise %6, 2001'de ise %7,7 olmuştur. İkinci olarak da 1999 yılında ekonomi %0,54 oranında küçük bir büyüme yaşasa da 2000 yılında %4,39 gibi bir oran yakalamayı başarmıştır. Devalüasyondan sonra ticari dengeninde pozitif dönmeye beklentiler dahilindeydi ancak burdaki değişimin çok başarılı olduğu söylenemez. Ancak devalüasyondan sonra hem portföy yatırımlarında hem de direkt sermaye yatırımlarında artış olmuştur.

Asya ekonomilerine benzemeyen Brezilya ekonomisinde 1999 yılında yaşanan devalüasyondan sonra büyük çapta bir finansal kriz yaşanmamıştır. Bunun birinci sebebi Brezilya ekonomisinde borçluluk oranı Asya ekonomisi göz önüne alındığında oldukça düşük kalmıştır. Brezilya'da özel kredilerin GSMH'ya oranı %31'i bulurken Asya'da bu oran %100'ü aşmıştır. İkinci olarak da Real Planın içeriğinde yer alan yapısal reformlarla özellikle bankacılık sektörünün rehabilite edilmesi finansal krizin devalüasyondan öteye geçmesine izin vermemiştir (Amann,Baer,2002:31).

Tabloda görüldüğü gibi 1998 yılında (-) büyüme gösteren Brezilya ekonomisi 1999 yılında büyümeye geçmiş, 2000 yılında %4'ün üzerine çıkmıştır. Bu artışın sebebi tarım ve hizmet sektörlerinden gelmektedir. Sanayi 1999 yılında da küçüldükten sonra 2000 yılında büyümeye geçmiştir. 1999 yılında yaşanan devalüasyondan sonra Brezilya'nın beklenmedik çabuklukla kendini toparlamasının ardındaki en

önemli sebep 1999 Mart-Ağustos aylarında faiz oranların 20 puan düşerek %19,5'e gerilemesidir. Bu düşüş tüketimi canlandırmış buna ek olarak özelleştirmenin de etkisiyle direk sermaye yatırımları da artmıştır.

Tablo 3.11 Brezilya'da Büyüme Oranları

	GSMH	SANAYİ	TARIM	HİZMET
1994	5,7	6,7	5,4	1,8
1995	4,2	1,9	4,1	1,3
1996	2,9	3,3	3,1	2,3
1997	4,22	4,6	-0,8	2,5
1998	-0,12	-1	1,9	0,9
1999	0,81	-2,5	8	2,2
2000	4,36	4,9	3	3,7
2001	1,51	-0,58	5,1	2,5

Kaynak: www.bcb.gov.br

Nisan 2000'de Brezilya, Ekim'de yapması gereken 10,3 Milyar \$'lık IMF, Japonya Merkez Bankası, ve BIS'e borç ödemesini erken yapacağını açıklamıştır. Bu kurumların sunduğu 32 milyar Dolarlık borcun 20 milyarını kullanan Brezilya, bu ödemedenden sonra 1,8 Milyar Doları IMF'a, 9,5 Milyarı Dünya Bankası ve Inter Amerikan Gelişme Bankasına ait olan borcu kalmıştı. Bu borçlar uzun vadeli ve düşük faizliydi. Brezilya'nın 2000'deki performansı 4,2'lik büyüme %6'lık TÜFE, %19'luk faiz oranları ile oldukça iyiydi ve 1999 yılında yaşadığı devalüasyonun şokundan kurtulduğunu gösteren bir portre çizmekteydi.

Ancak 2001 yılına gelindiğinde Brezilya ekonomisinde artan bütçe açıkları, Real'deki dörtte birlik değer kaybı, düşen hisse senedi fiyatları, iki haneli yüksek rakamlara ulaşan faiz oranları ile oluşan ekonomik yavaşlamayla, tekrar kriz sinyalleri alınmaya başlanmıştır. Komşularından ve en büyük ticaret ortağı olan Arjantin'deki kriz, yaşanan enerji krizi ve ülkenin en önemli ihracat malı olan kahvenin fiyatındaki büyük düşüş bu ekonomik durumu daha da kötüleştirmiştir (Schwartz, 2002:16).

3.2.5 Yeniden IMF ile Bir Antlaşma

Eylül 2001'de Brezilya ve IMF arasında 4,72 milyar Doları hemen çekilebilmek üzere 15,58 milyar Dolarlık antlaşma yapılmıştır (tablo 3.9). Bu Stand-By antlaşmasına göre:

- Cari açığın karşılanabilmesi için direk sermaye yatırımlarının devam etmesi bekleniyordu.
- Faiz dışı bütçe fazlası hedeflerini tutturabilmek için harcama kalemleri kontrol altına alınacak, toplam borcun GSMH'ya oranında öngörülen düzeydeki artışlar normal kabul edilecek ancak emeklilik ve vergi reformlarına devam edilecektir.
- Para politikası enflasyon hedeflemesi programına göre uygulanacak, 2002 yılı enflasyon hedefi %3'5 tutturulacaktır.
- Merkez Bankası döviz piyasasına müdahale edebilmesi için 20 Milyar \$'lık bir rezerv ayrılmıştır.

2001 yılında gerçekleştirilen antlaşma Brezilya ekonomisini düzlüğe çıkaramamış 2002'in Eylülünde Brezilya ile tekrar bir Stand-By antlaşması düzenlenmiştir. Şu anda Brezilya yeni sosyalist yönetimiyle içinde bulunduğu kötü ekonomik koşullardan kurtulmaya çalışmaktadır. (Schwartz,2001:17)

3.3 Arjantin'de Finansal Krizler

"Bir Arjantinli kadar zengin" , I. Dünya Savaşı'ndan önce Avrupa'daki halkın ve yatırımcıların sıkça kullandığı bir sözdü. Avrupa sermayesi için çok gözde bir yer olan Arjantin, aynı zamanda Avrupa'dan daha çok iş olanağı sağladığı için göçmenlerin de gitmek istedikleri bir rüyalar ülkesiydi. Ticaretin merkezi olan Buenos Aires aynı zamanda, İngilizlerin inşa ettiği demiryolu ağı ile ülkenin buğday ve etinin ihraç edildiği büyük bir limandı.

Ancak Birinci Dünya Savaşı ile birlikte tarımsal ürünlerin fiyatları düşmeye başladı ve dibe vurdu, bu durum Arjantin için kötü haberlerin başlangıcıydı, ancak yapılan devalüasyonla ihracatta artış sağlandı ve Arjantin'in yıldızı 1930'larda yeniden parlamaya başladı. 1930'lu yıllara gelindiğinde ülke dünyanın en büyük et ihracatçısı durumuna gelmiş ve kişi başına millî geliri ise Fransa'yla aynı duruma ulaşarak büyük bir ekonomik güç hâlini almıştır.

1940'lı yıllara gelindiğinde dış ticarette birtakım önlemler alarak verimsiz sanayi kollarının yaşamasını sağlamış olan Arjantin, bu dönemdeki kaotik rejim bunalımlarıyla birlikte uluslararası ortamdan izolasyona uğrama süreci yaşamış bu arada ekonomisi gittikçe bozulmuştur.

1982 yılında başlayan ve 2,5 ay süren Falkland Savaşı, ardından gelen Meksika'nın yaşadığı borç krizi tüm Latin Amerika ülkelerini etkilediği gibi Arjantin'i de etkilemiş, ülke ekonomisindeki istikrarsızlık kronik hâle gelmiştir. Bu durum Arjantin'in uzun yıllar boyunca bütçe açıklarını kapatmak için para basma yoluna gitmesine ve hiper enflasyon sürecinin yaşanmasına sebep olmuştur. 1980'lerin sonunda enflasyon, aylık % 200'e kadar ulaşmıştır. Fiyatlar, bu dönemde, gün içinde sürekli yükselmekte ve sabahtan akşama kadar %20'ye kadar değişiklik göstermekteydi.

Arjantin, 1990'lı yıllara gelindiğinde ise küresel neo-liberal yeniden yapılanma sürecinin örnek modellerinden biri olmuştur. Ülke, diğer birçok gelişen piyasalardan farklı olarak, IMF' nin önerilerine harfiyen uyma konusunda özel bir çaba sarfetmiştir. 1990'lı yılların başlarında, Carlos Menem'in başkanlığı döneminde radikal bir neo-liberal yeniden yapılanma programı uygulamaya konmuştur. Söz konusu program sonucunda, Arjantin uzun yıllar süren istikrarsızlık ve durgunluk döneminden kurtulmaya başarmış ve ikinci Dünya Savaşı sonrası dönemde ilk defa yüksek ekonomik büyüme oranlarıyla tanışmıştır. Ayrıca, 1980'li yılların sonlarına doğru

hiper-enflasyon boyutlarına ulaşan enflasyon oranları, kısa olarak tanımlanabilecek bir sürede tek haneli seviyelere düşürülmüştür. Ne var ki Arjantin'de uygulanan serbest piyasa temelli reformların büyüme üzerindeki etkisi kalıcı olmamıştır. Arjantin modeli 1990'ların sonuna doğru hızını kaybetmiştir. Büyüme sürecinin giderek hız kaybetmesi (hatta durgunluk) 2001 yılında ciddi bir çöküşe dönüşmüş ve "Arjantin Mucizesi" nin sonunu işaret etmiştir. Arjantin ekonomisi yitirdiği kredibilitesinden dolayı uluslararası finans piyasalarından gerekli desteği ve ilgiyi bulamamış ve bir kez daha IMF ile anlaşmanın yollarını aramaya koyulmuştur. 2003 yılının başında IMF ile anlaşmaya varabilmiş ancak bugün bile ekonomik istikrarı yakalayamamıştır.

Çalışmanın bu bölümünde Arjantin'in 1985 yılında uyguladığı ekonomik istikrar programı Austral Plana kısaca değinildikten sonra, 91 yılında uygulanmaya başlanan Konvertibilite rejiminin sonunu getiren 2001 Krizi incelenecektir.

2.3.1 Arjantin'de Austral Plan Uygulaması (1985)

1981-1983 döneminde yaşanan borç krizinden sonra birkaç istikrar denemesi sonucunda enflasyonda geçici düşüşler sağlanmış, fakat bütçe açığı kalıcı bir şekilde kapatılamadığı için enflasyon yeniden artmıştır. 1985 öncesi dönemde yeterli dış kaynak bulunamadığından bütçe açıkları para basarak finanse edilmiştir (Kiguel,1991:972). O dönemde Arjantin'de mali açıklar ile enflasyon arasındaki yakın ilişki nedeniyle yaşanan mali döngüler, Arjantin ekonomisinin önemli bir özelliği haline gelmiştir (Bruno,1993:176). Enflasyon 1981 yılında % 100'ler civarındayken, 1984 yılında % 600'lere fırlayınca, 1985 yılında "Austral Plan" uygulamaya konmuştur.

Bu planda heterodoks politikalar tek başına değil, ortodoks politikalarla birleştirilerek uygulanmıştır. Planın temel hedefi enflasyonu hızla düşürmek ve enflasyonist baskı yaratan kamu finansman dengesizliğini ortadan kaldırmak idi. Ortodoks politikalar ile bütçe açığını ve parasal finansmanı ortadan kaldırmak, fiyat ve ücretlerin dondurulması ile enflasyonun geçmiş dönemlerle olan bağlantılarını kırmak hedeflenmiştir. Bu politikalara ek olarak, Peso devalüe edilmiş, kamu mal fiyatları artırılmış ve yeni vergiler getirilmiştir. Parasal reform paketi ilan edilerek, Merkez Bankasının bütçe açıklarını finanse etmek amacıyla para basmayacağı ilan edilmiştir. Yeni para birimi "austral" a geçilmiş, 1000 eski Peso = 1 austral ve 0.8 austral = 1\$ olarak belirlenmiştir. Yeni para birimine geçişi kolaylaştırmak ve borç alanlar ile borç verenler arasında enflasyonun düşmesinden kaynaklanan kayıpları telafi etmek için,

pesoya dayalı kontratlar vade günü geldiğinde hazırlanan “eşdeğer değişim tablosu” na göre austral’a karşı devalüe edilmiş, böylece reel faizlerin çok yükselmesi engellenmiştir. Son olarak, IMF ile yeni bir anlaşma imzalanarak dış borçlarda ötelemeye gidilmiştir. IMF, heterodoks özellikler taşıyan bu planı onaylamıştır. (Tablo 3.13)

Austral Planı ilk 7-8 aylık uygulama döneminde oldukça başarılı olmuştur. Aylık enflasyon oranı Haziran 1985’te % 30.5 iken, Temmuz ayında % 6.2’ye, Ekim ayında da % 1.9’a düşmüştür (Esen,1989:46). Vergi gelirlerindeki hızlı artış nedeniyle bütçe açığı önemli ölçüde azaltılmıştır. Fakat, bütçe harcamaları programdan çok fazla etkilenmemiştir. Mali iyileşmenin ardındaki en önemli etken enflasyonun hızla düşmesinden kaynaklanan ters Olivera-Tanzi etkisiyle reel vergi gelirlerinin hızla artmasıdır. Ayrıca KİT mal fiyatları ve ticaret vergileri artırılmış, zorunlu tasarruf uygulaması başlatılmıştır. Fakat bu önlemlerin içinde sadece ticaret vergileri kalıcı önlem özelliği taşıdığı için, bir süre sonra mali iyileşmenin geçici olduğu ve uzun dönemde devam ettirilemeyeceği anlaşılmıştır. Ayrıca fiyatlar nominal çıpa olarak dondurulduğu ve KİT mal fiyatları bu çıpanın bir parçası olduğu için, KİT mal fiyatlarındaki artış fiyat kontrolleri ile çelişmiştir (Kiguel,1991:974).

Bu önlemler ile mali dengenin iyileştiği izlenimi yaratılmış, fiyat ve ücretler kontrol edildiği için enflasyon hızla düşmüştür. Fakat programın ikinci aşamasında kontroller bırakılmaya başlayınca ve sıkı maliye politikasından ödünler verilince, enflasyon yeniden yükselmeye başlamıştır. Kiguel’e göre, Austral Planı’nın ilk başarısına rağmen daha sonra başarısızlıkla sonuçlanmasının nedenleri şunlardır: Fiyat, ücret ve kurlar dondurulmasına rağmen, kamu mal fiyatlarına müdahale edilmiştir. Ayrıca, özel sektör fiyatlarında hiçbir düzenleme yapılmadan fiyatlar dondurulmuş ve programın uygulama aşamasında yeterince kontrol edilememiştir. Program öncesi yeterli ön hazırlık yapılmamış, tüm kesimlerden gerekli destek sağlanamamıştır. Kur ve KİT ürün fiyatları önce artırılıp sonra dondurulmuştur. Üçüncü çıpa olan ücretlerde ise başlangıçta bir artış yapılmasına rağmen reel devalüasyon ve artan dolaylı vergiler nedeniyle reel ücretler hızla düşmüştür. Reel ücretlerin(kamu çalışanları) düşmesi bütçe açısından olumlu bir gelişme olmasına rağmen dönem boyunca özel sektör ücretlerinin artmaya devam etmesi ve giderek artan halk baskısı nedeniyle ücret dondurma kararı kaldırılmış ve yeni ayarlamalar yapılmıştır. Dördüncü çıpa olarak sanayi mal fiyatları kontrol edilmiş, fakat kontroller toptan mal bazında

yapıldığı için perakende mal fiyatları kontrol edilememiştir. Sıkı para politikası, programda nominal çıpa olarak önemli bir rol oynamamıştır. Para arzı önce artırılıp sonra sabit tutulduğu için faizler ilk anda düşmüş, fakat daha sonra yükselmiştir. Yüksek faizler programın kredibilitelerini azaltan bir etken olmuştur. Austral Planı enflasyonla mücadele için iyi hazırlanmış bir program olmasına rağmen, temel problem mali kesimdeki düzenlemelerin kısa dönemli uygulamalar olması, kamu gelirlerinin sürdürülebilir ve kalıcı olmamasıdır (Kiguel,1991:973).

Ücret artışı yönündeki baskılar nedeniyle Nisan 1986'da ücret dondurma kararı kaldırılmış, daha esnek bir yol izlenerek fiyat ve ücret kontrollerine geçilmiştir. KİT fiyatları yeniden ayarlanmış ve devalüasyon yapılmıştır. Bu esnekliklerin getirilmesi sonucu ekonomi nominal çıpasız kalmıştır. Bir tür endeksleme sayılan yeni fiyat ayarlamaları sonrasında esnekliği takiben, enflasyon yeniden artmaya başlamıştır. Bütçe açıklarının kontrol edilememesi ve para basılması nedeniyle enflasyon tekrar kontrol dışına çıkmıştır. İkinci bir program hazırlanarak sıkı para politikası uygulanmaya başlanmış ve para tek nominal çıpa olarak seçilmiştir. Para arzı sabit tutulurken fiyat, kur ve ücretlerin artması dengelerin daha da bozulmasına neden olmuştur. (Kiguel, 1991:974).

1989 yılında aylık enflasyonun % 200'lere ulaşması sonucu Menem iktidarı bir dizi istikrar tedbirlerini uygulamak zorunda kalmıştır (Bruno,1993:188). Yüksek oranlı bir devalüasyon yapıldıktan sonra Merkez Bankası rezervlerini sermaye kaçışından korumak için serbest kur sistemine geçilmiştir. KİT fiyatları yeniden ayarlanmış, ayrıca kamu maliyesinin disiplini için önemli sayılan iki konuda reform yapılmıştır. Parlamentoda iki önemli yasa kabul edilerek sübvansiyonlar ve katma değer vergisindeki muafiyetler kaldırılmış, kurumlar vergisi artırılmış, kamuda çalışanları azaltmaya ve ücretleri sınırlandırmaya yönelik kısıtlar getirilmiştir. Kamu harcamaları azaltılmış, yürütmeye ilgili çeşitli reformlar uygulanmaya başlanmış ve kamu teşebbüsleri daha sıkı bir kontrole alınmıştır. Parasal kontrolü sağlamak için Austral'a dayalı borçlar zorunlu olarak Dolar'a dayalı borç haline dönüştürülmüştür. Ekonomik liberalizasyona önem verilmiş, dış ekonomi açısından ciddi bir ithalat liberalizasyonu ile tarifeler düşürülmüş, ithalat vergileri azaltılmış ve tarife dışı engeller kaldırılmıştır. Ayrıca bürokrasiyi en aza indirmek için, kongrenin müdahalesi olmaksızın yürütme organlarına yasama yetkisi verilmiştir. Austral Planı'ndan istikrarın ancak ve ancak bir ekonomik politikanın başarılı bir şekilde yürütülmesiyle ve güçlü toplumsal destek ile

sağlanacağı öğrenildiği için, kararlılıkla meselelerin üzerine gidileceği izlenimi yaratılmıştır. Geniş çaplı bir özelleştirme programı ile 1989 -1992 döneminde 51 kamu işletmesi özelleştirilmiş ve 5.6 milyar \$ gelir elde edilmiştir. Menem'in 1989-1990 dönemindeki istikrar çabaları sonucu ancak kısmi başarıya ulaşılmıştır. Kamu finansman dengesi kurulamadığı, borçlar birikmeye devam ettiği ve ödemeler dengesi baskısı hissedildiği için kur politikası enflasyonu düşürmeye yetmemiştir.

Tablo 3.12 Arjantin Temel Ekonomik Göstergeler (1982-1990)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Enflasyon (TÜFE) (%)	164.7	350.0	627.2	672.2	90.1	131.3	343	3079.8	2314
Nominal Devalüasyon (%) ^a	489.1	306.3	545.8	785.3	56.6	127.4	308.3	4732.6	1051.9
Reel GSMH Artışı (%)	-6.7	3.5	3.3	-7.7	9.1	2.4	-1.5	-10.3	4.8
Cari İşlemler Dengesi (Mil \$)	-2.3	-2.4	-2.5	-1.0	-2.9	-4.2	-1.6	-1.3	4.6
Toplam Dış Borç (Mil \$)	43.6	45.9	48.9	50.9	52.4	58.5	58.7	65.2	62.2
Uluslararası Rezervler(Mil \$) ^b	2.5	1.2	1.2	3.3	2.7	1.6	3.4	1.5	4.6

^a 1 Haziran 1983'te the Peso Argentino = 10000 pesos

14 Haziran 1985'te the Austral = 1000 Pesos Argentino

1 Ocak 1992'de the Peso Argentino = 10000 Australes yürürlüğe girmiştir.

^b Altın hariç

Kaynak: Kiguel,1991

3.3.2 Arjantin'de Konvertibilite Planı (1991)

Konvertibilite Planı ve onun kurumsal uzantısı olan Para Kurulu, Arjantinli yetkililer ve IMF'nin yakın işbirliği ile uygulamaya konulmuştur. Bu plan sabit döviz kuru sisteminin oldukça uç bir örneğini temsil etmektedir. Planın temel amacı, Arjantin Peso'sunu Amerikan Dolar'ına sabitleyerek (1\$=1 Peso) ekonomide gerekli güven ortamını sağlamak ve böylelikle hiper-enflasyonu kısa sürede kontrol altına almaktır. Konvertibilite Planı gibi bir baskı unsurunun veya çıpanın olmadığı durumlarda, geçmişte sürekli istikrarsızlık yaşayan toplumlarda güvenilir bir istikrar programının uygulanmasının önünde önemli engeller bulunmaktadır. Söz konusu plan çerçevesinde hükümetlerin bütçe açıklarını Merkez Bankası yoluyla finanse edebilme olanakları baştan ortadan kaldırılmıştır. Sabit döviz kurunun sürdürülmesi için para kurulu Dolar rezervlerini belli bir düzeyde tutmakta ve kontrolünde bulunan Dolar miktarında artış olmadan Peso arzını artırma yetkisine sahip olmamaktadır. Bunun yanında ücretlerde endeksleme yasaklanmış, ücretlerin üretkenlik artışına paralel olarak artırılmasına

karar verilmiştir. Yapılan büyük çaplı özelleştirmeye birlikte, kamu işletmelerinde çalışan sayısı yaklaşık 40000 kişi civarında azaltılmıştır (Bruno,1993:171).

Konvertibilite planının kapsamında yer alan özelleştirme süreci sonucunda 1991-1994 yılları arasında toplam 14 milyar dolara yakın bir gelir sağlanmış, bankalar, telefon şirketleri, gaz, su, elektrik, demiryolları, havayolları, havaalanları, posta servisi ve metro dahil özelleştirilmiştir. Özelleştirme gelirleri hükümetin genel makro ekonomik politikaları çerçevesinde kamu açıklarını ve diğer ödemeler dengesinin cari açıklarını finanse etme yönünde kullanılmış aynı zamanda döviz kurunun sabitlenmesine de katkıda bulunmuştur. Gerçekleştirilen özelleştirmeler sonucunda aşağıdaki grafikte de görüldüğü gibi işsizlik oranlarında artışlar görülmüştür, ancak ekonomik büyümeden dolayı bu artışlar toplumda ciddi huzursuzluklara yol açmamıştır.

Menem Döneminde Yapılan Belli Başlı Yapısal Reformlar

1989 : Ticaretin Liberalizasyonu

1990 : Özelleştirme

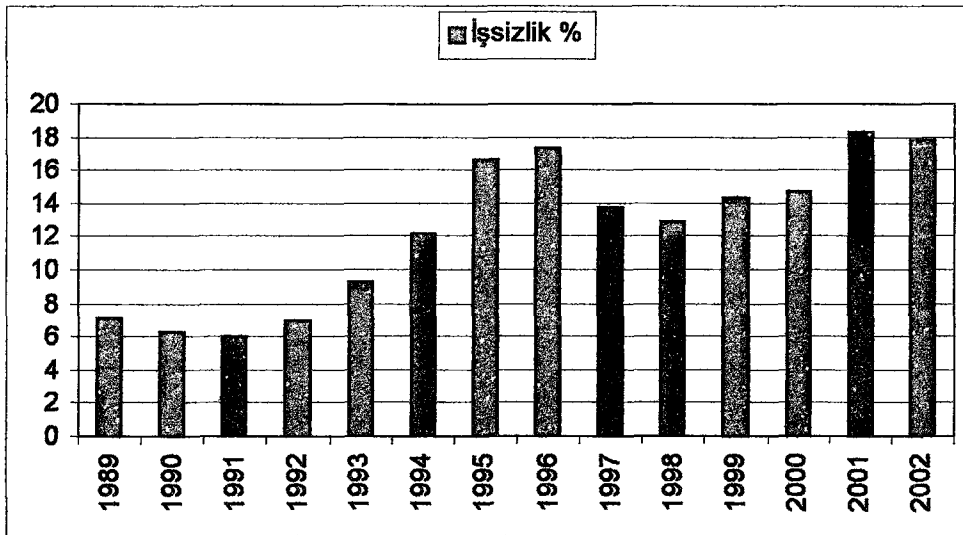
1991 : Vergi Reformu, İşçi Reformu

1992 : Finansal Reform

1994 : Emeklilik Reformu

Kaynak: Interamerican Development Bankası

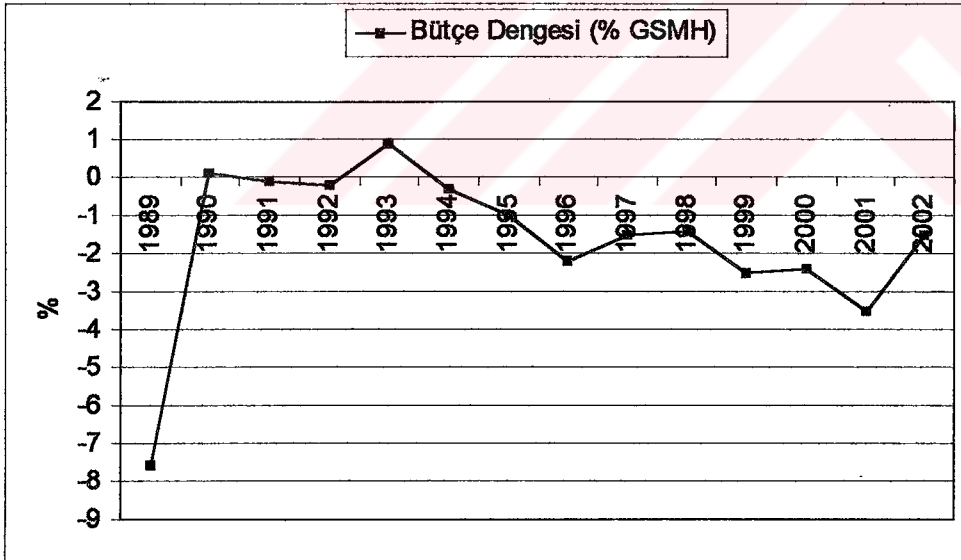
Grafik 3.13 Arjantin'de İşsizlik (1989-2002)



Kaynak: www.mecon.gov.ar

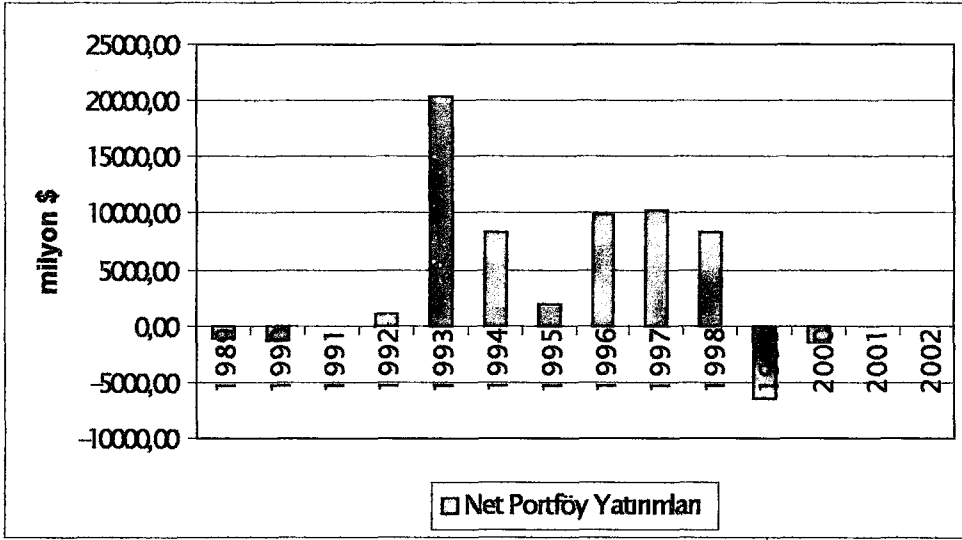
1991-1993 döneminde bütçe açığını kapatmak için yeni bir vergi sistemi hazırlanmış, kamu harcamalarına ciddi kısıtlar getirilmiş, özelleştirmenin kapsamı genişletilmiş ve faiz dışı bütçe fazlası verilmiştir. Böylece Arjantin'in uluslararası kredibilitesi de artmıştır. Bunların yanında diğer yapısal reformlara da yer verilmiştir. Kamunun yeniden yapılandırılması, ticaretin serbestleştirilmesi, finans piyasalarında reform, sosyal güvenlik sisteminin yeniden oluşturulması ve eyalet bütçelerinin finansmanı konusunda çeşitli reformlar başlatılmıştır. IMF ile imzalanan stand-by anlaşması sonucu sağlanan 780 milyon SDR yardımı ile bu çabalar desteklenmiştir (Tablo 3.11). Katma değer vergi oranı % 15.6'dan % 18'e yükseltilmiş, ayrıca bazı hizmetler ve tarımla ilgili katma değer vergisi kapsamı (vergi tabanı) genişletilmiştir. Eyaletler arası yapılan bir anlaşma ile vergi gelirlerinden daha yüksek bir payın sosyal güvenlik sisteminin finansmanı için ayrılmasına karar verilmiştir. Özelleştirmeye ağırlık verilmesi sonucu sağlanan gelir ile dış borç azaltılmış, bütçe rahatlamış ve yurtdışından sermaye girişleri artmaya başlamıştır (Kiguel, 1991:970).

Grafik 3.14 Arjantin'de 1989-2002 Arası Bütçe Dengesi

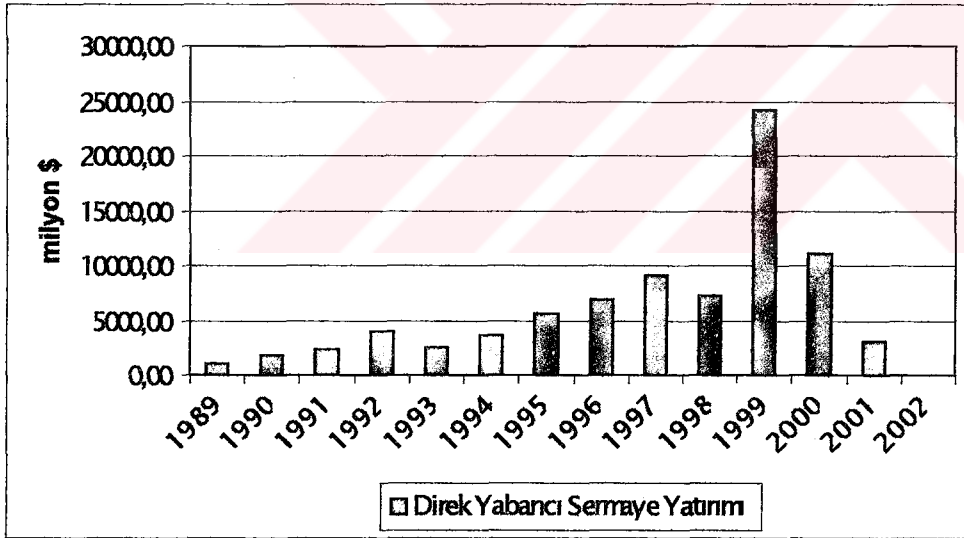


Kaynak: www.mecon.gov.ar

Bu geniş çaplı program uygulaması sonucu makro dengelerde iyileşme sağlanmış, uluslararası destek artmış ve dış borçlar yeniden düzenlenmiştir. Aşağıdaki grafiklerde görüldüğü gibi sermaye girişlerinin artmasıyla yatırımlar artmaya başlamıştır. Sermaye girişlerinin artması ise güven ortamının yeniden inşa edildiğinin bir göstergesidir.

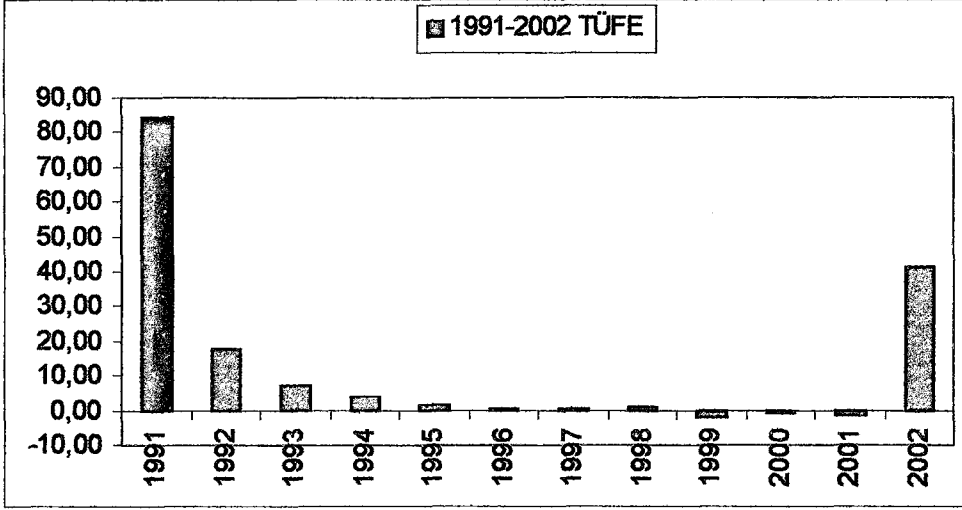
Grafik 3.15 Arjantin'e Giren Portföy Yatırımları (1989-2002)

Kaynak: www.mecon.gov.ar, www.bcra.gov.ar

Grafik 3.16 Arjantin'de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımı (1989-2002)

Kaynak: www.imf.org, www.mecon.gov.ar

Arjantin'deki Konvertibilite Planı'nın en büyük başarısı fiyat istikrarının sağlanmasıdır. Programın ilk iki yılında hiper-enflasyon süreci kontrol altına alınmış, sonraki yıllarda enflasyon tek haneli rakamlara inmiş, hatta 1999-2001 yılları arasında negatif rakamları bile bulmuştur. Programın başladığı yıl % 84 olan TEFE, programın uygulandığı ilk yılda %17,6 ikinci yılda %7,4'e düşmüştür.

Grafik 3.17 Arjantin’de 1991-2002 Arası Tüketici Fiyat Endeksi

Kaynak: www.bcra.gov.ar

Başlangıçta enflasyon oranında çok önemli düşüşlerle birlikte elde edilen hızlı ekonomik büyüme, bu politika kombinasyonunun başarılı olacağının ispatı olarak kabul edilmişti. Bu yeni makroekonomik politikaların çerçevesini desteklemek ve sağlamlaştırmak için Merkez Bankasına otonomi verilmesi ve sosyal sigorta sisteminin yeniden yapılandırılması gibi diğer bazı yapısal reformlar da daha sonraları devreye sokulmuştu.

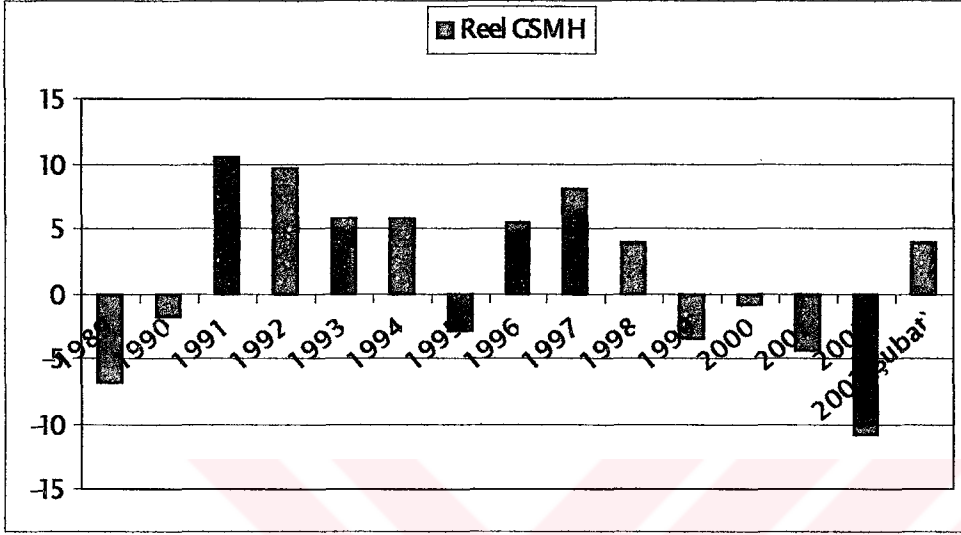
3.3.3 Arjantin Finansal Krizi (2001)

Arjantin’de Tequila etkisinin belirginleştiği 1994 yılı sonuna dek kesintisiz üç yıl süren başlangıçtaki genişleme fazı sırasında bile, bazı olumsuz sinyaller gözle görülür hale gelmişti. Örneğin, kısa vadeli yabancı sermaye girişindeki ani duraklamalar veya net sermaye girişinin bir müddet için net sermaye çıkışına dönme olgusuna karşı oluşan tepkiler, finans dünyasının kırılgan olduğuna işaret ediyordu. Bunun yanı sıra başka olumsuz işaretler de vardı. Meksika krizinin etkileri Arjantin’i vurmadan çok önce bile, emek piyasası göstergeleri bozulmaya başlamıştı. Özellikle; o dönemde hala süre giden hızlı iktisadi büyümeye rağmen (grafik 3.17), ekonominin yeni istihdam yaratma bağlamındaki durağanlığı, dikkat çekici bir anormallikti. Ayrıca gerek bireyler gerek hane bazındaki gelir dağılımı istatistiklerine göre bozulma işaretleri gözleniyordu. (Pou,2002:6)

Diğer taraftan, IMF ve Arjantin arasındaki ilişkiye bakıldığında diğer üyelerle karşılaştırıldığında 90’lı yıllar boyunca oldukça iyiydi. IMF bütün bu 10 yıl boyunca

Arjantin'i finansal açıdan devamlı desteklemiş, Arjantin'in 90'lı yıllar boyuncaki performansı IMF tarafından bir başarı öyküsü olarak tüm gelişmekte olan ülkelere lanse edilmişti.

Grafik 3.18 Arjantin'de 1989-2002 Arası Reel GSMH



Kaynak: www.mecon.gov.ar

Tam konvertibilite rejimine geçiş, Arjantin ekonomisinin yakın tarihinde bir mihenk taşıydı. Ama konvertibilite rejimi ile birlikte getirilen program, on yıl sonra, 2001 yılının sonunda çöktü. Hızlı bir özelleştirme kampanyasıyla kamu ve özel sektörün aktivite alanlarını yeniden tanımlanması; dış ticaret hesabının ve sermaye hesabının açılması, piyasa sistemine net biçimde olumlu yaklaşan politikalar demeti, bu on yıla damgasını vurmuştur. (Hedge, 2002: 25)

Makroekonomik bakış açısından söz konusu on-yıl, iki döneme ayrılabilir :

- Başlangıçta, elde edilen fiyat stabilizasyonunu takiben, dört yıl kadar süren ve 1995 resesyonuyla son bulan hızlı bir ekonomik büyüme fazı
- 95 resesyonunu takip eden kısa bir düzelme fazının hemen ardından 1998 yazında başlayan ve dört yıl süren derin bir resesyon (aslında bu bir resesyon değil depresyon), 1990'ların parasal rejimini çökerten nihai kriz.

2001' de Arjantin Krizinin seyrine baktığımızda hükümetin içine düştüğü borç sıkıntısı ilk göze çarpan olaydır. IMF ek fon verilmesi konusunda istekli olsa da, bu fonları Arjantin'in bütçe açığını tümüyle kapattığı takdirde sağlamayı şart koşmuştu. Vergi gelirlerinde keskin bir düşüşün yaşandığı, ekonominin durgunluk kısılcına

yakalandığı bir zamanda, bütçeyi dengelemenin tek çıkar yolu hükümet harcamalarında ki geniş çaplı azalma idi.

Durumun giderek kötüleşmesi üzerine, IMF ile 3 yıllık bir Stand-by anlaşması yapılmış ve bu kapsamda 14 Şubat 2000 tarihinde Fona bir Niyet Mektubu sunulmuştur. Niyet mektubunun üç önemli amacı vardır:

- Kamu maliyesinin düzeltilmesi ve iç borcun azaltılması,
- Bankacılık kesimine yönelik denetim ve gözetim faaliyetinin artırılması,
- İstihdamın artırılarak ekonominin canlandırılması.

Mektubun birinci ve üçüncü amaçları kendi içinde çelişmektedir. Nitekim içerik olarak sadece birinci amaca yönelik etkin tedbirler alınmıştır. IMF'nin 11 milyar dolarlık finansal desteğini içeren program yeterli olmamış ve 30 Ağustos 2001 tarihli yeni bir niyet mektubu ile Arjantin IMF'den yeni bir üç yıllık Stand-by programı ve ek olarak yaklaşık 6 milyar dolar finansal kaynak istemiştir. Bu niyet mektubu 14 Şubat 2000 tarihli mektubunun aksine ekonominin canlandırılması ile ilgili önlemler içermektedir. Yeni niyet mektubunda gerçekleştirilmesi taahhüt edilen ve/veya gerçekleştirilen önlemler şu şekildedir:

- Pesonun eskisi gibi dolara değil, dolar ve Euro'dan oluşan bir sepete bağlanması öngörülmüştür. (Burada amaç dolar karşısında önemli ölçüde değer yitiren Euro'nun sepete katılması ile küçük bir gizli devalüasyon gerçekleştirmektir.)
- Pesonun dolara karşı paritesiyle, dolar-Euro sepetine karşı paritesi arasındaki fark kadar –yani gizli devalüasyon kadar- bir miktar ihracatçıya destek olarak ödenecek ve ithalatçıdan vergi olarak kesilecektir. Bu uygulama Euro-dolar paritesi dolar aleyhine değişirse sona erdirilecektir.
- Yaklaşık 29,5 milyar dolarlık kamu tahvilinin takasa tabi tutularak vadelerinin 1-5 yıl arasında değişen sürelerle uzatılması sağlanmıştır. (Bu önlem de bankacılık sektörünün vade riskini önemli ölçüde artırmıştır. Likidite pozisyonu sağlam olan bankacılık sistemi bu riski göze alabilmiştir.)
- Bankacılık sistemi oldukça likit bir pozisyonda olmasına rağmen, gerek takasın yarattığı vade riski, gerekse hızlanan mevduat çekilişleri paralelinde vadeli mevduat için munzam karşılık oranları yüzde 21'den yüzde 20'ye çekilerek bankacılık sistemine yaklaşık olarak 1 milyar dolarlık bir imkan sağlanmıştır.

- Kamu maliyesiyle ilgili olarak,
 - Hanehalkına yönelik vergi muafiyetleri genişletilmiştir.
 - Sosyal sigorta primlerindeki işveren payı (yüzde 16 civarında) ücretlere yansıtılmıştır.
 - Tarım mamüllerinde KDV oranı indirilmiştir.
 - Ulaşım ve iletişim hizmetlerinde KDV oranı yükseltilmiştir.

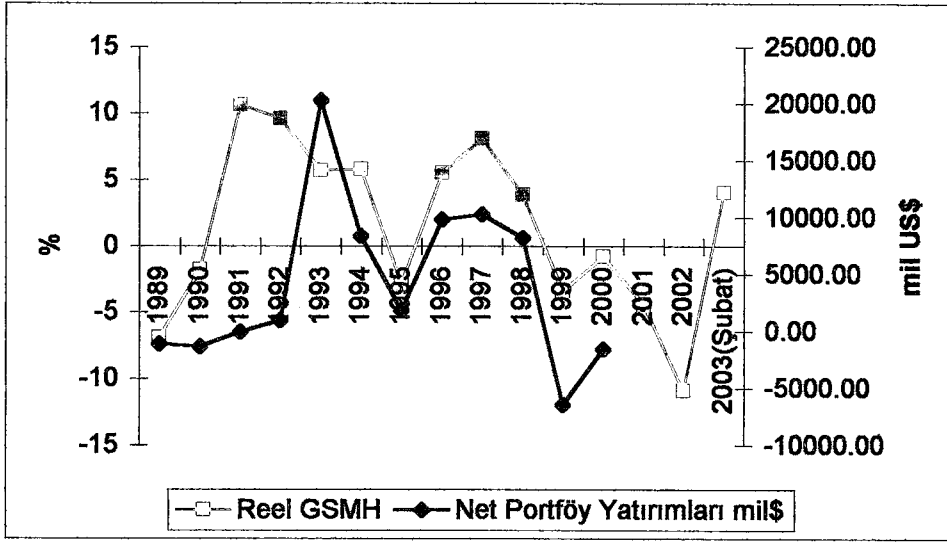
Bu canlandırıcı önlemler yeterli olmamış ve 2001 Kasım – 2002 Şubat arasındaki dönemde ekonomik kriz çok ciddi bir sosyal boyut kazanarak şiddet eylemlerine dönüşmüştür. 24 Aralık 2001 tarihinde Arjantin moratoryum ilan etmiş ve iki hafta içinde dört ayrı hükümet kurulmuştur.

Arjantin' in bağlamında, krizi tetikleyen neden olarak Cumhurbaşkanı De La Rua' nın Ekonomi Bakanı Jose Luis Machinea ve onun kısa süreli halefi olan Roberto Lopez-Murphy tarafından talep edilen mali kısıtlamalar konusundaki desteğin ortadan kalkmış olması gözükmemektedir. Bu desteğin ortadan kalkmasının ardından gelen siyasal çalkantılar zaten oluşmuş olan panik ortamının daha da alevlenmesine sebep olmuştur.

3.3.4 Arjantin Krizinin Nedenleri

3.3.4.1 Arjantin Ekonomisinde Uluslararası Sermaye Hareketlerine Bağımlılık

Makroekonomik istikrar, geniş çaplı özelleştirme, aynı zamanda ticaret ve sermaye hareketlerinin kapsamlı bir biçimde liberalleşmesi yabancı sermaye girişlerinin hızla artmasını sağlamıştır. Geniş çaplı sermaye girişleri doğal olarak ekonomik büyüme sürecine olumlu yönde katkıda bulunmuştur. Ancak, büyümenin ekonominin rekabet gücünün artmasından çok dış kaynaklara bağlı olarak gerçekleşmesi, IMF destekli neo-liberal reformların yarattığı büyüme dinamiğinin oldukça istikrarsız ve kırılgan bir yapıya bürünmesine yol açmıştır. Bu yüzden, olumlu gelişmeler yaşanmasına rağmen ekonomik büyümenin kırılgan bir yapı üzerinde gerçekleştirmesinden kaynaklanan bir krizin yaşanması olasılığı ortaya çıkıyordu.

Grafik 3.19 Arjantin'de Uluslararası Portföy Hareketleri Büyüme İlişkisi

Kaynak: www.bcra.gov.ar

1990'ların başlarında ekonominin dışa açılması, özelleştirmenin itici gücü, aynı zamanda ABD'ye göre daha yüksek faiz hadleri Arjantin ekonomisine yoğun miktarda yabancı sermaye çekilmesine büyük ölçüde yardımcı olmuştu. Para kurulu uygulaması ise riskin azaltılması ve sermaye girişinin sağlanması sürecinde olumlu yönde katkıda bulunmuştur. Söz konusu sermaye girişleri istikrarsız ve durağan ekonomik yapıdaki ilk canlanmanın sağlanmasında da son derece etkili olmuştur. Yukarıda büyüme ve dolaylı sermaye hareketlerini gösteren grafiğe baktığımızda, iki değişkenin de birbirine hemen hemen paralel hareket ettiğini söyleyebiliriz. Bununla birlikte IMF, portföy yatırımlarının dalgalı ve değişken yapısını göz önüne alarak Arjantin'e ek kredi sağlanması konusunda diğer ülkelere nazaran daha fazla sıklıkla yardımcı olmuştur (tablo 3.11). Bu savunma şekli 1995-1996 yıllarındaki Tequila Krizi'nde başarılı olurken, sürekli bir biçimde devreye sokulan acil durum kredileri 1999 Brezilya Krizi'nin ardından özel sermaye girişlerinin ve ekonominin canlı kalmasını sağlayamadı. Böylece, ekonomik dengesizliğin boyutları giderek arttı ve strateji arzu edilmeyen bir sonuca ulaştı.

Tablo 3.13 Arjantin - IMF Antlaşmaları (31.03.2003)

(Bin SDR)	Anlaşma Tarihi	Bitiş veya İptal Tarihi	Anlaşma Miktarı	Kullanılan Miktar	Kalan Borç
Stand By Antlaşması	24.01.2003	31.08.2003	2174500	973200	973200
Stand By Antlaşması	10.03.2000	23.01.2003	16936800	9756310	9015325
Ek Rezerv Kolaylığı	12.01.2001	11.01.2002	6086660	5874950	5133965
Stand By Antlaşması	04.02.1998	10.03.2000	2080000	0	0
Genişletilmiş Antlaşma	12.04.1996	11.01.1998	720000	613000	0
Stand By Antlaşması	31.03.1992	30.03.1996	4020250	4020250	683156
Genişletilmiş Antlaşma	29.07.1991	30.03.1992	780000	438750	0
Stand By Antlaşması	10.11.1989	31.03.1991	736000	506000	0
Stand By Antlaşması	23.07.1987	30.09.1988	947500	616500	0
Stand By Antlaşması	28.12.1984	30.06.1986	1182500	1182500	0
		TOPLAM	29577550	18106510	10671680

Kaynak: www.imf.org

3.3.4.2 Arjantin'de Para Kurulu Uygulaması

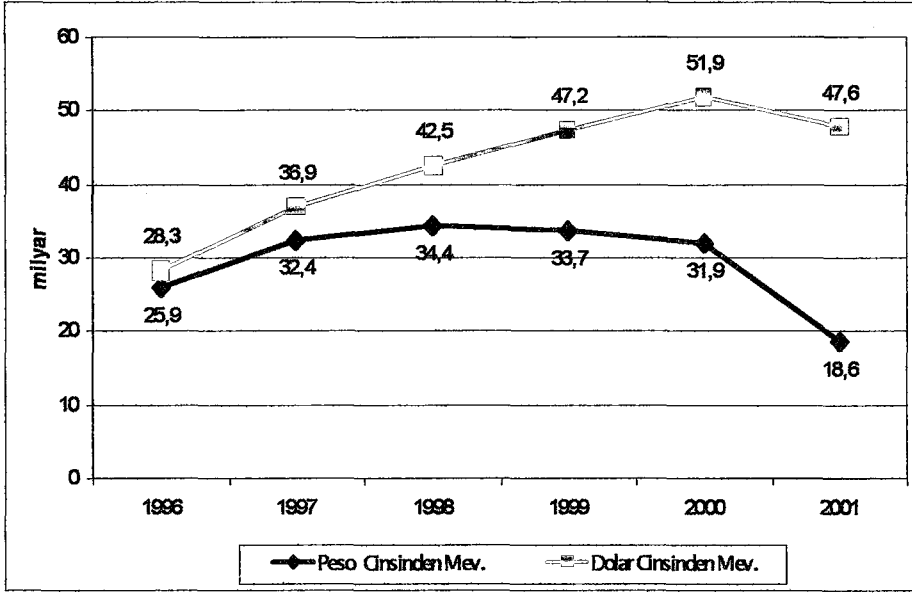
1991'den itibaren Arjantin; dikkat çekici bir şekilde aşırı değerlenmiş bir kur, bankacılık sisteminde kısmi ama artarak süren bir dolarizasyon ve dış ticaret ve sermaye hesaplarının açılması ile biçimlenen bir makro ekonomik çerçeveye sahipti ve de döviz kurunu da para politikalarını da tamamıyla para kurulunun güdümüne bırakmıştı.

Konvertibilite planı katı mali ve parasal disipline dayanmaktaydı. Geçmişteki davranışlarının aksine, 1990'lardaki Arjantin hükümetleri para ve mali politikalarda disiplini sağlamak için gerekli olan kararlılığı gösterdiler. 1980'lerde yaşanan yüksek enflasyon ve bu durumun yarattığı olumsuz sonuçlar, bu politikaların kamuoyunda çok büyük destek görmesini sağladı. Ayrıca daha somut olarak, hiper-enflasyonun kontrol altına alınması ve geniş çaplı sermaye girişlerine paralel olarak gerçekleşen yüksek büyüme programa olan kamuoyu desteğinin belli bir süre devam ettirilmesine katkıda bulundu. Dolayısıyla, Arjantin 1990'ların başlarında, ekonomik durgunluk ve istikrarsızlığın yoğun olarak yaşandığı popülist geçmişinden farklı bir görüntü çizmeyi başarmıştı (Schumulker,2002:12).

Ancak konuya başka bir perspektiften yaklaştığımızda, Konvertibilite Planı'nın ilk baştaki avantajlarının uzun vadede oluşan dezavantajları tarafından dengelendiğini görüyoruz. 1990'ların sonlarına gelindiğinde, para kurulu uygulaması ile enflasyonun yok edilmesinin, para politikasındaki tüm esnekliğin kaybedilmesi pahasına gerçekleştirildiği görmekteyiz. Para politikasından esnekliğin yok olması sonucunda, 1990'ların sonlarında meydana gelen durgunluğa karşı yetkililer para arzını arttırma yoluna gidememişlerdir. Ekonomideki büyüme trendinin ve sermaye girişlerinin zayıfladığı bir ortamda, Peso-Dolar paritesinin birebir olarak sabitlenmesi, deflasyonist baskıları arttırmıştır. Bu durumda para politikasının reel ekonomiyi canlandıracak biçimde kullanılamaması ciddi sorunları da beraberinde getirmiştir.

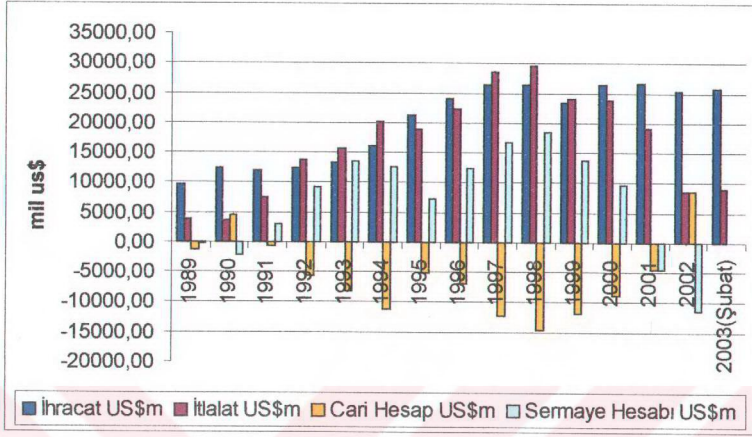
Para Kurulu enflasyonu düşürmekte başarılı da olsa, yaşanan krizde çok önemli bir yer tutmaktadır. Bu noktada Para Kurulu'nun sakıncalarına değinmek gerekirse:

- IMF 2001 yılının ikinci yarısından sonra Arjantin'den dalgalı döviz kuruna geçmesini istemiş; ancak Ekonomi Bakanı Cavallo IMF'nin bu istediğini reddetmiştir. Para Kurulu'nun kaldırılmaması IMF'in, Arjantin'e vermesi gereken kredi dilimini iptal etmesindeki nedenlerden bir olmuştur. Para Kurulu ile birlikte piyasanın dolarize olması, yüksek reel faiz oranları, ülkeyi resesyona sürüklemiştir. Dönemin başında uygulamaya konmuş olan "konvertibilite yasası" her tür döviz ile yapılan konratlara hukuki geçerlilik ve bağılıycılık tanımıştı. Söz konusu yasadaki bu madde, Arjantinli sermayedarların daha evvel yurt dışına kaçırmış oldukları fonları ülkeye geri getirmelerini sağlamayı amaçlıyordu. Yeni rejimin uygulamaya konmasının takip eden ilk yıllarda, peso cinsinden faiz ödeyen bonolardaki risk primlerindeki düşüşe de yansıyan yüksek bir güven ortamının doğmuş olmasına rağmen, Arjantinli tasarruf sahipleri, tasarruflarının artan bir oranını dolar cinsinden tutmayı tercih ettiler. (grafik 3.20) Bankalar ise, böylece artış göstermiş bulunan dolar pasiflerinin yaratabileceği kur riskine korunmak için dolar cinsinden krediler açıp, "hedging" yapmaya yöneldiler. (Schumukler,2002:21)

Grafik 3.20 Arjantin'de ABD\$ ve Peso Cinsinden Mevduat (1989-2002)

Kaynak: www.bcra.gov.ar

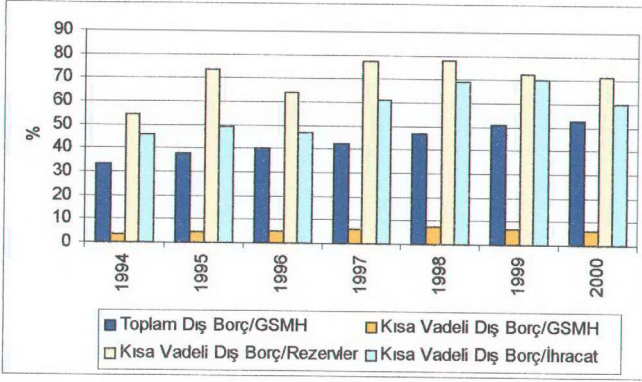
- Konvertibilite Planı'nın uygulamasında sergilenen katı tutum Arjantin ekonomisinin dış şoklara karşı savunmasız kalmasına neden olmuş ve bu durum 2001' deki çöküşte çok önemli bir rol oynamıştır. 1990'ların sonlarında Amerikan Dolarının değerlenmesi, aynı zamanda Pesonun değerlenmesi ile eş anlamda olduğundan, Arjantin'in ihraç ürünlerine olan dış talebi kısmaya yönelik olumsuz bir etki yaratmıştır. Benzer şekilde Brezilya' da 1999 yılında yaşanan kriz sonrası Realin değerinin düşürülmesi de, Peso'nun reel anlamda değer kazanmasına neden olmuştur. Brezilya'nın Arjantin'in en büyük ticaret ortağı olduğu düşünüldüğünde, Peso'nun Real karşısında aşırı değer kazanmasının, Arjantin ihracatının rekabet gücünü olumsuz yönde etkilemesi kaçınılmaz olduğunu görürüz. Geriye baktığımızda bu durumun krizin ortaya çıkmasına yol açan önemli etkenlerden biri olduğunu söyleyebiliriz. Aşağıdaki grafik durumu açıkça göstermektedir, konvertibilite planı boyunca Arjantin ekonomisi cari açıklar vermektedir. 2002 yılında yapılan devalüasyondan sonra cari fazla verebilir duruma gelmiştir.

Grafik 3.21 Arjantin'de 1989-2002 Arası Dış Denge

Kaynak: www.bcra.gov.ar

3.3.4.3 Arjantin'in Borç Yapısı

Arjantin dünya tarihinin en hızlı ve bir o kadar da geniş kapsamlı özelleştirmesini yapmış, 1991-1996 döneminde özelleştirmeden elde edilen toplam gelirler 14.2 Milyar dolara ulaşmıştır. Özelleştirme gelirleri, mali ve cari dengenin düzeltilmesi ve sabit döviz kurunun sürdürülebilmesi açısından çok önemli bir işleve sahiptir. Ne var ki özelleştirme gelirleri hükümet için süreklilik arz eden bir gelir kaynağı değildir. 1990'ların ortalarında Arjantin'de özelleştirilebilecek tüm varlıklar tükenmiştir. Sonuç olarak, geniş çaplı özelleştirme gelirleri olmadan kamu kesimi dengesinin sağlanması giderek olanaksız hale gelmiştir. (Perry, Serven, 2002:40)

Grafik 3.22 Arjantin'in Dış Borçlarını Ödeyebilme Gücü

Kaynak: www.bcra.gov.ar, www.meccon.gov.ar, www.imf.org

Yukarıdaki grafiğe baktığımızda kısa vadeli dış borç / ihracat oranı gittikçe artan bir oran olarak gözümüze çarpmaktadır. Örneğin bu oran 1997 yılında %61, 1998 yılında % 69, 1999 yılında % 70, 2000 yılında % 60 olarak gözükmektedir. Aynı şekilde kısa vadeli dış borçların rezervlere oranının oldukça yüksek rakamlara ulaştığı görülmektedir. Bu oran da %50'lerden %70'lere çıkan bir trend izlemiştir. Bu iki gösterge bize Arjantin'in dış borç açısından problem yaşamakta olduğunu göstermektedir.

Bu program 2001 yılı sonuna kadar yaklaşık on sene sürdürülmüştür. İlk yıllarda olumlu gelişmelerin yaşandığı ekonomide, daha sonra para kurulu uygulaması paralelinde etkin bir para politikası yürütülememesi sonucu ekonomik büyüme sağlanamamış ve son yıllarda üst üste üç yıl daralma görülmüştür.

Bu durum vergi gelirlerini düşürmüş ve işsizliği artırmıştır. Vergi gelirleri gerilerken kamu harcamalarında aynı oranda indirimlerin mümkün olmaması sonucu bütçe açığı büyümüştür. Açığın finansmanı için iç ve dış borçlanmaya gidilmiştir. Kamu açığını büyüten bir başka neden ise federal bir devlet olan Arjantin'de eyaletlere tanınan geniş mali özerklik olmuştur. Merkezi hükümet, kendi bütçesini kontrol edebilse dahi, eyalet hükümetlerinin harcamalarını her zaman kontrol edememiş ve kamu maliyesi disiplininin sağlanması mümkün olmamıştır. Tablo 13'de 1992-2001 dönemi itibarıyla Arjantin'de konsolide (merkezi ve federal hükümetler) bütçe gelir, gider ve dengesi

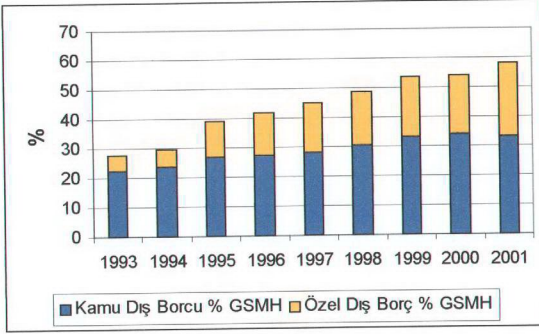
sunulmuştur. İlk üç sütun milyon peso cinsinden büyüklükleri, son üç sütun da milli gelire oranları göstermektedir.

Tablo 3.14 Arjantin’de 1992-2001 Döneminde Kamu Maliyesi

	Bütçe Gelirleri	Bütçe Giderleri	Bütçe Dengesi	Bütçe Gelirleri	Bütçe Giderleri	Bütçe Dengesi
1992	12.889	-12.962	-73	6,4	-6,5	0,0
1993	15.555	-17.129	-1.574	7,1	-7,8	-0,7
1994	15.982	-17.868	-1.886	6,9	-7,7	-0,8
1995	38.061	-39.487	-1.426	15,2	-15,8	-0,6
1996	35.501	-40.735	-5.234	14,6	-16,8	-2,2
1997	41.944	-46.301	-4.357	16,3	-18,0	-1,7
1998	42.921	-47.069	-4.148	15,5	-17,0	-1,5
1999	41.132	-49.258	-8.126	14,3	-17,1	-2,8
2000	42.438	-49.256	-6.818	15,2	-17,7	-2,4
2001	31.562	-32.369	-807	11,4	-11,7	-0,3

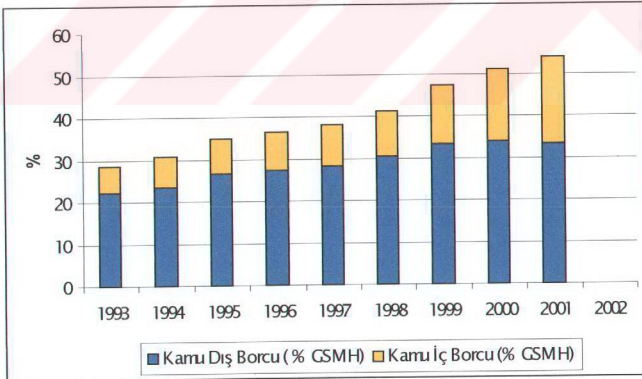
Kaynak: www.bcra.gov.ar

Toplam dış borcun GSMH'ye oranının yüksek olduğu Arjantin'de, bu borcun kamu ve özel sektör arasında paylaşımını incelediğimizde ağırlığın kamu sektöründe olduğu görülmektedir. Kamu Dış Borcunun GSMH'deki payı 1996'da % 27,3 iken , 1997 yılında % 28,2, 1998 yılında % 30,5, 1999 yılında %33,2 olarak gerçekleşmiştir. Burda dikkati çeken hususların başında, gerçekleşebilecek bir finansal krizin karşısında borç yapısı göz önüne alındığında kamu sektörünün oldukça kırılgan bir yapıya sahip olduğu görülmektedir. Ancak kamu dış borcunun yanında son yıllarda özel dış borçlarda da ciddi artışlar görülmüştür. 1996 yılında %14,5 olan bu oran 2001 yılında %25,1'ı bulmuştur. Aynı dönemdeki Kamu dış borcu da 33,2'yi göstermektedir. (Perry, Serven, 2002:44)

Grafik 3.23 Arjantin'in Dış Borçlarının Özel ve Kamu Sektör Dağılımı

Kaynak: www.mecon.gov.ar

Kamunun iç ve dış borçlarının dağılımına ve borçlanma senetlerinin çeşitlerine bakıldığında kamu sektörünün üzerindeki borç sorunu daha net bir şekilde ortaya çıkmaktadır. Kamu sektörünün iç ve dış piyasalara olan borçları incelendiğinde dış borç oranının neredeyse iç borcun iki katı olduğu görülmektedir.

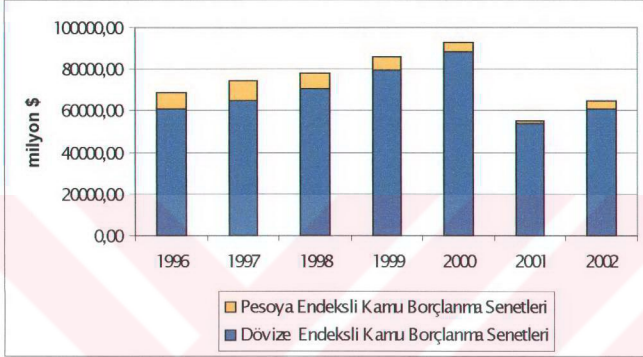
Grafik 3.24 Arjantin'de Kamu'nun Dış-İç Borç Dağılımı

Kaynak: www.mecon.gov.ar, www.imf.org

Grafik 3.24'te de görüldüğü gibi son yıllarda kamu iç borçlanma senetlerinde belirli bir artış görülmesine rağmen kamunun borç yapısındaki dışa bağımlılık ağırlığını

korumuştur. İç borçlanma senetlerindeki ağırlığın artmasının sebebini Arjantin'in dış piyasalardaki kredibilitesinin azalmasına bağlamak doğru olacaktır. Kamu borçlanma araçlarının çeşidine bakıldığında ise dövize endeksli senetlerin %90'larda dolaşan bir ağırlıkta olduğu gözükmektedir.

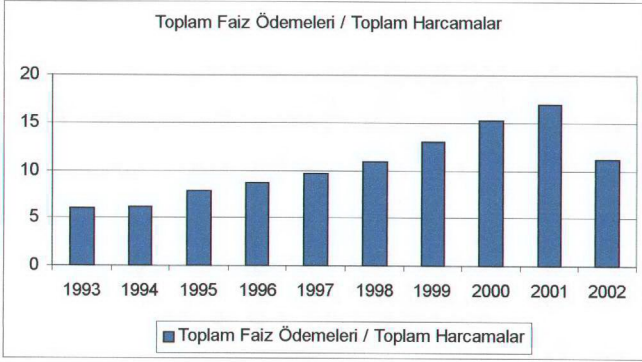
Grafik 3.25 Arjantin'in Kamu Borçlarının Çeşidi



Kaynak: www.bcra.gov.ar

Yukarıda da belirtildiği gibi borç portföyünde döviz cinsinden borçlanma senetlerinin ağırlığı yatırımcıların Arjantin ekonomisi konusundaki beklentilerini etkileyen önemli bir faktör olarak görülüyordu.

Kamu dengesini sıkıntıya sokan bir başka faktörde Amerika Birleşik Devletlerinde yükselen faiz oranlarıdır. Yükselen faiz oranları Arjantin'in borçlanma maliyetlerini de arttırmış, aşağıdaki grafikte de görüldüğü gibi kamunun faiz ödemeleri 2001 yılına kadar artış eğilimi göstermiş, krizle birlikte sona ermiştir. Bunun sebebi Arjantin'in borçlanma kanallarının daralmasıdır. Toplam faiz ödemeleri toplam kamu harcamalarının içinde 2000 yılında %15,2, 2001 yılında %16,9, 2002 yılında ise %11,2 'yi bulmuştur.

Grafik 3.26 Arjantin’de Kamu Faiz Ödemelerinin Toplam Harcamalara Oranı

Kaynak: www.bcra.gov.ar, www.imf.org, www.meccon.gov.ar

Arjantin ekonomisinin on yılın sonunda kendisini içinde bulduğu gerileme süreci, vergi gelirlerinde ki çarpıcı düşüşe paralel olarak borç yükünün iyice büyümesine yol açmıştır. Sonuç olarak, dışborç alımında ve cari hesaplardaki açığın finanse edilmesinde daha çok dolar üzerinden çıkarılmış olan tahvillerin kullanılması borç krizi ile sonuçlanmıştır.

3.3.4.4 IMF Politikalarının Krize Etkisi

Mart 1991-Aralık 2001 arasında yaklaşık on sene uygulanan Konvertibilite Programı, IMF'nin onayladığı, önerdiği ve finansal olarak da desteklediği bir program olmuştur. Programın temel ayağını oluşturan kur çıpası ve para kurulu uygulaması geçtiğimiz on yılda pek çok gelişmekte olan ülkeye IMF tarafından önerilen ve enflasyon oranının altında kur uygulaması diye genelleştirebileceğimiz bir kur politikasının en katı, en tavizsiz versiyonudur.

Programın ikinci önemli unsuru olan özelleştirme süreci büyük başarıyla uygulanmıştır. Kamu kesimi belediye hizmetlerinden dahi çekilmiş ve nitekim konsolide bütçenin milli gelir içindeki payı programın ilk üç yılında yüzde 7 civarında kalmıştır. 1995'ten itibaren gerek Tequila Krizinin harcamaları artırıcı etkisi, gerekse özelleştirme sürecinin yarattığı gelirin sona ermesi kamu gelirlerinin artırılmasını gerektirmiş ve bütçenin milli gelir içindeki payı yüzde 14-15 düzeyine çıkarak, günümüze kadar bu oranda devam etmiştir.

Programın üçüncü ayağı yapısal reformlardır. Bu reformlar da başarılı bir şekilde uygulanmış; merkez bankası bağımsızlığı sağlanmış ve hatta merkez bankasının kamuya kredi açması kendi inisiyatifine dahi bırakılmayıp kanunla yasaklanmıştır. Benzer şekilde dolar/peso paritesinin değiştirilmesi için de kanun değişikliği zorunlu kılınmıştır.

Yukarıda sayılan politika grupları tamamen IMF tarafından önerilen ve tam da önerildiği kapsamda başarılı bir şekilde hayata geçirilen politikalardır. Bu nedenden dolayı; krizden sonra gerek IMF tarafından, gerekse IMF dışındaki araştırmacılar tarafından, önerilen politikalar bütününe krizde payı olup olmadığı sorgulanmıştır.

IMF dışındaki araştırmacılar tarafından yöneltilen eleştiriler çok geniş bir yelpazeye yayılmakla beraber doğal olarak sabit kur ve para kurulu uygulaması üzerine yoğunlaşmıştır. Buna karşın, IMF politikalarının üretimi ve uygulamasından sorumlu olan kişilerin hata olarak gördükleri noktalar daha önemlidir. Çünkü, önümüzdeki dönemlerde şekillenecek politikalarda bu noktaların dikkate alınması aşikardır.

Bu nedenle, özellikle Krueger ve Mussa'nın fikirleri incelenecektir. Özellikle 'IMF nerede hata yaptı' ve 'bundan sonra diğer ülke tecrübelerinde nelere dikkat edilmesi gerekir' sorularına verdikleri yanıtlar ilgi çekicidir.

Mussa'ya (2002) göre, Arjantin krizinin oluşumunda IMF'nin en önemli hatası kamu maliyesinin disipline edilememesine göz yummak olmuştur. IMF'nin Arjantin'de öncelikleri kur politikasının tavizsiz bir şekilde uygulanabilmesi ve böylece enflasyonun düşük düzeylerde seyrinin devamını sağlamak olmuştur. Bu politika, kamu maliyesindeki aksaklıkların gözden kaçması ve özellikle 1996-1998 yılları arasındaki ekonomik canlanmanın kamu maliyesindeki sorunu perdelemesine izin vermesi sonucunu doğurmuştur.

Krueger (2002), IMF'in yaptığı hatalara değinmeden önce Arjantin'in IMF'nin en iyi öğrencilerinden biri olduğunu vurgular. Özellikle yapısal reformlar alanındaki başarılarını anlattıktan sonra, bu başarıların yetersiz kaldığını ifade eder. Krueger'e göre, IMF'nin temel hatası borç dinamiklerinin yeterince takip edilmemesi olmuştur. Buna göre, IMF'nin önümüzdeki dönemde gelişmekte olan ülkelerde dikkat etmesi gereken en önemli noktalardan biri borcun sürdürülebilirliği ve yeni kamu borcu

üretimidir. Gelişmekte olan bir ülkede, Krueger, yeni kamu borcu üretiminin, özellikle finans kesimi ve firmaların uluslararası sermaye piyasalarına erişim imkanı varsa, kısıtlanması gerektiğini belirtir; çünkü finans sektörü ve firmalar kesiminin dış borcu kolaylıkla kamu borcu haline gelebilmektedir.

Dış borç ile ilgili olarak Krueger'in dikkat çektiği bir nokta da 1980'lere kadar devletten devlete kredilerin çoğunlukta olmasına karşın, günümüzde devletlerin piyasalardan yada çok sayıda bankanın oluşturduğu konsorsiyumlardan borçlandığıdır. Bu durum, dış borcun alıcılarını sayı olarak artırmış ve dış borçların şoklardan daha çok etkilenmesi sonucunu doğurmuştur.

Son olarak hem Mussa, hem de Krueger borç stokunun milli gelire oranının gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde farklı risk düzeylerine işaret ettiğini vurgulamışlardır. Yani borç stokunun milli gelire oranı aynı olan bir gelişmekte olan ülke, gelişmiş bir ülkeye oranla borç stokunu çevirmekte daha çok sıkıntı çekecektir; çünkü

- Gelişmiş ülkelerin vergi toplama yetenekleri yeni gelişmekte olan ülkelere göre daha yüksektir.
- Gelişmekte olan ülkelerde kamu kesiminin borç stoku genellikle döviz cinsindendir ve alıcıları yurtdışındadır. Bu durum, gelişmekte olan ülkelerde borcun yeniden yapılandırılması gibi manevraları kısıtlayıcı bir rol oynar.
- Borç stoku/GSMH oranının düzeyi kadar, oynaklığı da önemlidir. Gelişmekte olan ülkelerde bu oranın oynaklığı yüksektir.
- Gelişmekte olan ülkeler, gelişmiş ülkelere kıyasla dışsal şoklara karşı daha duyarlıdır.
- Özellikle dış borç stoku yüksek olan gelişmekte olan ülkeler, piyasalardaki (dolayısıyla piyasaların belirlediği fiyatlardaki) değişimlere karşı daha hassastır.

Mussa ve Krueger'in IMF'nin hataları olarak kabul ettiği görüşler, ana hatları ile yukarıdaki şekildedir. Bu görüşlerin, IMF'nin, önümüzdeki dönemlerde yüksek bir borç stokuna sahip olan gelişmekte olan ülkelerde önereceği politikalara temel teşkil edeceği düşünülmektedir.

Krizin sebebi/sebepleri konusunda halen üzerinde uzlaşma sağlanmış olan faktörler, sağlanmamış olan faktörlerden daha azdır. Krizin sebepleri konusunda, özellikle IMF cephesinden gelen yorumlar – kamu maliyesinde yeknesaklık ve

disiplinin sağlanamaması hariç- genellikle dışsal yada IMF'nin müdahale etmesinin zor olduğu faktörleri ön plana çıkarmaktadır. Mesela Mussa (2002) krizin sebeplerini;

- İşgücü piyasasının esnek olmaması,
- Konvertibilite programından zamanında (1997 veya 1998'i, yani Brezilya'nın Güneydoğu Asya krizinin etkisiyle devalüasyon yaptığı dönemi veya tercihen krizin gelişinin öngörüldüğü birkaç ay öncesini kastetmektedir) çıkılmaması,
- ABD dolarının diğer para birimleri karşısında 1999-2000 döneminde hızla değer kazanması,
- Kamu maliyesinde disiplinin sağlanamaması,

olarak belirtmektedir. İlk iki faktör IMF'nin müdahale etmesinin zor olduğu, üçüncü faktör ise dışsal bir faktördür. Benzer şekilde Krueger (2002) krizin nedenleri arasında pesonun değerlendirilmesi ve ABD dolarının güçlü bir seyir izlemesini (pesonun reel değerlendirilmesi ile ABD dolarının güçlenmesi etkilerini ayırtmaktadır), esnek olmayan işgücü piyasasını ve zayıf maliye politikasını saymaktadır. Mussa'dan ayrıldığı nokta, dış borç (döviz cinsinden veya dövizde endeksli borç) miktarı yüksek olduğu için Konvertibilite Programından çıkışın etkilerinin yıkıcı olabileceğini belirtmesidir.

IMF dışındaki araştırmacı ve iktisatçılar bu nedenlerden sadece bir kısmını paylaşmaktadır. Örneğin De La Torre, Schmukler ve Yeyati (2002) krizin temel sebebi olarak uygulanan programın bankacılık sistemi üzerinde oluşturduğu/biriktirdiği sorunları göstermektedir. Buna göre, Konvertibilite planı Arjantin bankacılık sistemini reel bazda büyük bir hızla büyütmüş; buna karşın sistemi, pasifte döviz cinsinden dış yükümlülükler arttığı için dışsal şoklara, aktifte de kamudan alacaklar arttığı için kamu maliyesi şoklarına karşı kırılgan hale getirmiştir.

Feldstein (2002) ise krizin en önemli sebebini, sabit kur uygulaması ve dış borç stokunun kontrolsüzce büyümesi olarak göstermiştir. Buna göre, dış borç stokundaki hızlı büyüme dönem boyunca ortalama milli gelirin yüzde 4'ü civarında oluşan cari işlemler açığından, cari işlemler açığı ise düşük kamu kesimi ve özel kesim tasarruflarından kaynaklanmıştır.

Calvo, Izquierdo ve Talvi (2002) ise 1998 Rusya krizinin ardından Arjantin'e yönelik sermaye akımının beklenmedik bir şekilde azaldığını, para kurulu uygulaması

nedeniyle Arjantin'in bu daralmaya para politikasıyla cevap veremediğini ve bu yüzden uzun sürecek bir resesyon sürecine girdiğini belirtmektedirler.

Kasım 2001'de başlayan finansal kriz önemli ölçüde geçmiş on yılda kamu maliyesi ve finansal sistemde biriktirilen sorunlardan kaynaklanmaktadır. Bununla beraber, sorunun sadece ekonomik gerekçelerden kaynaklandığını düşünmek çok tatminkar bir açıklama olmamaktadır. Sorunun sosyal ve siyasi boyutları vardır. Özellikle sıradan vatandaşın finans sistemi ve kamunun bütün birimlerine karşı güvenini kaybetmiş olması, federal bir devlet olan Arjantin'de eyaletlerin hem ekonomik anlamda, hem de siyasal anlamda merkezi hükümetin kontrolünden uzaklaşmış olması sorunun siyasi ve sosyal boyutlarını oluşturmaktadır.

Krizin nedenleri konusunda genel bir değerlendirme yapmak gerekirse, yapılan araştırma ve yorumlar genelde Konvertibilite Programının yarattığı zaafılara işaret etmektedir. Özellikle sabit kur sistemi, sıcak para girişine yol açmış; para kurulu uygulaması ise ekonomik büyümeyi sağlayacak para politikası önlemlerini imkansızlaştırmıştır. Ekonomik büyüme, sıcak para girişinin bir fonksiyonu haline gelirken; aynı süreç kamu ve özel kesim tasarruflarının dış tasarruf tarafından ikame edilmesi sonucunu doğurmuştur

4. SONUÇ

Yeni sanayileşen ülkelerde gerçekleştirilen yapısal reformlar orta ve uzun vadede ekonomik istikrarı garantilemede her zaman başarılı olamamıştır. Örneğin serbest ticaret ve kur çıpası birlikte uygulandığında zaman zaman çelişkili bir durum ortaya çıkarabilmektedir. Çalışmanın konusu olan Meksika, Brezilya ve Arjantin için de aynı şeyi söylemek mümkündür. Kur çıpası uygulamaları yabancı yatırımı çekici kılmak, ani kur değişimlerinden doğacak risklerden arınmak ve enflasyonu istenilen rakamlara indirmek için gerekli olduğu söylenebilir ve doğrudur. Ancak bu tür bir politika(dış koşulların da etkisiyle) , bu üç ülkede kurun aşırı değerlenmesine yol açarak ihracat mallarının rekabet gücünü zayıflatmıştır. Başka bir ifadeyle verimlilik artışının yakalanması uzun bir süreç sonucunda gerçekleştiğinden, dolayısıyla ihracatın artış hızı ithalatinkine yetişemediğinden ticaret açığı (dolayısıyla cari açık) artarak büyüyen bir görünüm olarak döviz kuru hakkındaki beklentilerin olumsuz dönmeye sebep olmuştur.

Başka bir politika tutarsızlığı ise kısa vadeli sermaye hareketlerinin ve kur çıpası sisteminin aynı anda uygulanmasıdır. Burada tabii kısa vadeli sermaye hareketleri (sıcak para) ile yabancı sermaye hareketlerinin birbirinden ayrı olarak değerlendirilmesi gerektiğini belirtmek isterim. Kısa vadeli sermaye hareketleri, kur çıpası, bağımsız para politikası aynı anda uygulanması hedeflendiğinde istikrarı bozucu sonuçlar doğuracağı yüksek olasılıklıdır. Çalışmanın konusu olan ülkeler bu üçünü de uygulamaya çalışmışlardır. Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi, yabancı sermayenin ülkeye çekilmesi açısından bakıldığında gerekli olduğu doğrudur. Fakat kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomi içindeki ağırlığı arttığında (Meksika-Arjantin, Tablo 3.1) ülke ekonomisi dış şoklara karşı daha savunmasız bir duruma gelmekte ve bunun sonucunda döviz kuru sistemini sürdürebilmek zorlaşmaktadır. Bu ikilemin önüne geçebilmek için ya Çin, Malezya ve Şili'nin izlediği sermaye hareketlerini kısıtlayıcı bir politika izlenmesi ya da kur çıpası uygulamasından vazgeçilmesi yolu seçilmelidir.

Meksika, Brezilya ve Arjantin'de 1994-2002 yılları arasında yaşanan krizlerin sebepleri ve süreçleri açısından birbirine benzer ve birbirinden farklı yönleri vardır.

İlk ortak özellik üç ülkeninde sabit veya en azından kontrollü döviz kurunu politika aracı olarak kullanmasıdır. İkinci olarak kur çıkışı uygulamalarının doğal sonucu olarak ulusal paranın değerlendirilmesinde olmuştur.

Üçüncü olarak finansal kriz öncesi bu üç ülke de piyasalarında deregülasyon işlemini tamamlamıştır. Bankacılık sektörleri özelleştirilmiş, yabancı sermayeye izin verilmiştir. Bununla birlikte bankaların verdiği kredilerde büyük artışlar yaşanmıştır. Bunun sonucunda, direk etkisi olmasa da dolaylı yoldan geri dönmeyen kredilerde de artış görülmüştür.

Bununla birlikte üç ülkede kriz öncesinde küçülme sinyalleri vermiştir. Meksika 1993 yılında % 0,2 Brezilya 1998 yılında % 0,1 gibi çok düşük oranlarda büyümüş, Arjantin ise 2001 yılında % 4,4 küçülmüştür. Yani bu üç Latin Amerika ülkesi de krizden bir yıl önce ekonomilerinde ya durgunluk ya da daralma yaşamıştır.

Krizlerin sebepleri ile ilgili olarak bir çok bakış açısı olabilmesine rağmen önemli göstergelerden biri de cari işlemler açığıdır. Ancak üç ülke arasında cari işlemler açığının göreceli en yüksek olduğu ülke Meksika olarak görülmektedir. (Tablo 3.1) Örneğin 1994 yılında Meksika'da cari açık GSMH'nin %7,12'sini bulurken aynı oran 1998'de Brezilya'da %4,46, 2001'de Arjantin'de %1,7 olarak gerçekleşmiştir. Bu rakamlara bakıldığında Brezilya ve Meksika için cari işlemler açığının sürdürülebilirliği kafalarda soru işareti yaratırken, Arjantin için aynı şeyi söylemek pek de mümkün görülmemektedir.

Meksika ve Arjantin hernekadar bütçelerinde açık versede bunları düşük düzeyde tutabilmeyi başarmışlardır. Ancak Brezilya'ya baktığımızda ciddi büyüklüklere varan bütçe açığı görülmektedir. (tablo 3.1) 2002 yılında Arjantin'de bütçe açığı GSMH'nin %1,5'i, 1994'de Meksika'da %0,32'yi gösterirken aynı oran Brezilya'da 1998'de %7,9'u devalüasyonun yapıldığı 1999 yılında %10'u bulmuştur.

Diğer bir ortak özellik ise bu üç ülkede de finansal krizler, ekonomik istikrar programı uygulanırken gerçekleştirilmiştir. Meksika'da 1988 yılında uygulanmaya başlanan Pacto uygulaması, 1994 yılında Brezilya'da uygulamaya başlatılan Real Plan ve Arjantin'de 1991 yılındaki Konvertibilite Planı finansal krizle sona ermiştir. Bu üç program da yüksek enflasyonu indirmek amacıyla uygulanmış ve bu bağlamda başarılı olmuştur. Arjantin ve Brezilya'da uygulanan istikrar programları Meksika'ya

göre daha yoğun bir biçimde IMF destekli olarak gerçekleşmiş, fakat sonuç olarak üç istikrar programı sırasında da IMF ile Stand-By antlaşması gerçekleştirilmiştir. Özellikle Brezilya'da ve Arjantin'de IMF uygulamasının yoğun olması ve bu iki ülkenin de finansal krize süreklenmesi ve hala ekonomik istikrarı yakalayamaması IMF'in uluslararası platformdaki güvenilirliğini zedelemiş, konumunun ve görevlerinin dünya kamuoyunda tekrar sorgulanmasına ve tartışılmasına neden olmuştur.

Özellikle 80'li yılların sonu 90'lı yılların başında uygulanan istikrar politikalarında mutlaka döviz kuru çıpa olarak kullanılmıştır. Bunun enflasyonu dizginlemedeki gücü tartışılmazdır. Ancak burda dikkat edilmesi gereken, bu politikanın belli bir noktadan sonra esnetilip sonunda da kuru serbest bırakma zorunluluğudur. Çünkü globelleşen finansal piyasalarda sizin ekonominiz istikrarlı olsa bile başka bir gelişmekte olan ülkenin ekonomisindeki dengesizlik sizi olumsuz yönde etkileyip (uluslararası rezervlere spekülatif ataklar) krize sürükleyebilmektedir. Çünkü normal bir zamanda yatırımcıyı rahatsız etmeyen bir gösterge (ekonomik, sosyal, politik) bile piyasalardaki olumsuz havadan dolayı bir neden olarak gösterilip ülkenin ekonomik istikrarının bozulmasına neden olabilmektedir.

Bunun yanında özellikle yeni sanayileşmekte ülkeler için yabancı sermaye hareketleri ve kısa vadeli sermaye hareketleri arasındaki fark kırmızı çizgilerle ayrılmalıdır. Burda kısa vadeli sermaye hareketlerinde vurgulamak istediğim sıcak para hareketleridir. Finansal liberalleşmeyle birlikte gelişmekte olan ülkelere giren bu kavram, krizlerin şiddetini arttıran ve ekonomileri dış etkenlere karşı daha savunmasız bırakan bir faktördür.

Yeni sanayileşmekte olan ülkelerin cari işlemler açığının GSMH'ya oranının yüksek olması bir yere kadar normal sayılabilir ancak bunun süreklilik kazanması ülkenin dışa bağımlılığını arttıran önemli bir faktördür. Elbette bu ülkelerde sermaye kıtlığı söz konusudur ve dolayısıyla yabancı sermayeye ihtiyaç vardır. Ancak bu durum cari işlemlerin sürekli olarak açık vermesini gerektirmemelidir. Çünkü dünyadaki ekonomik konjontür her zaman yeni sanayileşmekte olan ülkeler lehine işlemez ve işlememiştir.

Çalışmaya konu olan üç Latin Amerika ülkesi birbirleri arasında değişen oranlarda da olsa yapısal reformları gerçekleştirmişlerdir. Bunların arasındaki Arjantin'in ise bu

konuda üstüne düşenleri eksiksiz olarak yaptığını söylemek abartılı olmayacaktır. Ancak Arjantin de diğer iki ülke gibi kendisini derin bir finansal krizin içinde bulmuştur. Bu sonuç tabidir ki yapısal reformların gereksiz ve anlamsız olduğunu göstermek için verilmemiştir. Ancak en azından diğer finansal krizlerdekinden farklı olarak, (Türkiye, Asya) kriz sebepleri arasında gerçekleştirilemeyen yapısal reformlar olmamıştır.

Ayrıca yeni sanayileşmekte olan ülkeler için gözetilen ekonomik kriterlerle gelişmiş ülkeler için gözetilen kriterleri bir tutmamak gerekmektedir. Örneğin Tablo 3.1' deki makroekonomik göstergeleri yaşayan üç ülkenin adını gelişmiş olan üç ülkele değiştirdiğimizde aynı finansal krizlerin çıkma olasılığı azalacaktır. Tabii ki, bu üç ülkenin geçmişte yaşadığı ekonomik gel-gitler belirli bir önyargının oluşmasına sebep olmuştur. Ancak, tek başına makroekonomik göstergelerin bir finansal krizin sebebi olarak gösterilmesi eksik bir analiz olacaktır.

Yeni sanayileşmekte olan ülkelerin ekonomik olarak büyüebilmeleri, bunun da ötesinde vatandaşlarının refahını arttırabilmeleri için yabancı sermaye ihtiyacı oldukları, globelleşmenin her alanda kendini gösterdiği zamanımızda açıkça görülebilen bir gerçektir. Bu sebeptendir ki bu ülkeler ekonomilerini dış dünyaya açmak zorunda kalmışlardır. Ancak bu noktada yeni sanayileşmekte olan ülkelerin dikkat etmesi gereken en önemli husus gelen yabancı sermayenin daha çok üretime kanalize edilmesi yönünde politikalar izlemesinin zorunluluğudur. Tabi bu türden bir sermayenin ülkeye girebilmesi için siyasi, ekonomik ve sosyal platformların istikrarlı bir görünüm çizmesi şarttır. Aksi taktirde bu ülkeler yabancı sermayenin günlük, haftalık veya en fazla aylık uğrak yerlerinden olmaktan öteye geçemezler ve geçmemiştir de.

Çalışmanın konusu ülkelerden biri olan Meksika ekonomisi 1994 yılında yaşadığı krizden sonra diğer iki ülkeye göre ekonomik istikrarı tekrar yakalayabilmiştir. Hatta Meksika ekonomisi 2000'li yıllarla birlikte bu zamana kadar bölgenin en büyük ekonomisi olan Brezilya'nın yerine geçerek Latin Amerika Bölgesi'nin en büyük ekonomisi olma başarısını göstermiştir. Ancak, Brezilya ve Arjantin için aynı şeyi söylemek pek mümkün gözükmemektedir. Bu iki ülke Asya ve Rusya krizinden sonra ekonomik performansı oldukça kötüleşmiş kendi iç dinamiklerinin de etkisiyle girdiği krizlerden tam anlamıyla kurtulamamıştır.

KAYNAKLAR

- Alvora,A.,(2003) "40 years of Monetary Targets and Financial Crises in 20 OECD Countries" , Universidade de Porto: 1-34
- Amann, E., Baer, W., (2002) " Anchors Away: The Cost and Benefits of Brazil's", Instituto Central de Ciencias, 254:1-25.
- BankBoston, (2000) "Brazil's Public Debt: Facts and Myths", [www.bankboston.com.br/ trends /PDF_l/bt000607e.pdf](http://www.bankboston.com.br/trends/PDF_l/bt000607e.pdf).
- Bevilaqua, A. S., Garcia, M. G., (2001) "Debt Management in Brazil: Evaluation of the Real Plan and Challenges Ahead", Pontifical Catholic University of Rio de Janeiro, E65:1-49.
- Bruno, M., (1993), Crises, Stabilization and Economic Reform: Therapy by Consensus, Oxford University Press, Oxford.
- Calvo, G., Izquierdo, A. ve Talvi, E., (2002), "Sudden Stops, the Real Exchange Rates and Fiscal Sustainability: Argentina's Lessons" Inter-Amerikan Development Bank Yayını, www.iadb.org.
- Demirgüç-Kunt, A., Detragiache, E., (1998) "Financial Liberalization and Financial Fragility", Worldbank Working Paper, 1917:1-54.
- Dooley, M., P., (1998) "A model of cises in emerging markets" International Finance Discussion Papers 630, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S)
- Dornbusch, R., Werner, A., (1994) "Mexico: Stabilization, Reform and No Growth", Brookings Papers on Economic Activity, 1:253-315
- Edwards, S., (1997) " The Mexican Peso Crises: How Much Did We Know It? When Did We Know It?", NBER, W6334:
- Esen, O., " Heterodoks İsrıkkrar Programları: Teori ve Uygulama", ODTÜ Gelişme Dergisi, Cilt 16 Sayı 3-4

Ferrari-Filho, F., (2002) "The Legacy of the Real Plan: a stabilization without economic growth?", www8.ufrgs.br/ppge/pcientifica/pdf/diversos/Texto062001.pdf

Feldstein, M., (2002), "Argentina's Fall: Lessons from the Latest Financial Crises", www.foreignaffairs.org/martin_feldstein

Fischer, K. P., Chenard, M., (1997) "Financial Liberalization Causes Banking System Fragility", Université Laval and General, Working Paper No.97-14,1-23.

Golstein, M., Turner P., (1996), "Banking Crises in Emerging Economies: Origins and Policy Options", BIS, Economic Papers,46:1-67

Gruben, W. C., Welch J. H., (2001) "Banking and currency crisis recovery: Brazil's turnaround of 1999", www.dallasfed.org/htm/pubs/pdfs/efr/efr0104b.pdf

Gruben W. C., Kiser S., (1999) "Brazil: The First Financial Crises of 1999" www.dallasfed.org/htm/pubs/pdfs/efr/efr01114c.pdf

Honohan, P., (1999), "Fiscal Contingency Planning for banking crises," Working Papers –Domestic Finance, econ.worldbank.org/docs/955.pdf

IMF Staff Survey-World Economic Outlook, Mayıs 1995

IMF Staff Survey-World Economic Outlook, Mayıs 1998

JPMorgan, (2002) "Brazil's Economy and Upcoming Elections", JP Morgan Chase Bank, Mexico City and Sao Paulo, 1-24

Kaminsky, G., Lizando S., Reinhart C. M., (1997) "Leading Indicators of Currency Crises", IMF Staff Papers, Vol:45 No:1:1-48

Karacan, A. İ., (1999), Yükselen Ekonomilerde Bankacılık Krizleri Kökenler-Politika Seçenekleri, Dünya Yayınları, İstanbul.

Kiguel, M.A., (1991) "Inflation in Argentina: Stop and Go Since The Austral Plan", World Bank-Country Economic Department, 1-41

Kindleberger, C., (1996), *Anatomy of a Typical Crisis*, in *Manias, Panics, and Crashes*, John Wiley & Sons, Inc

Krueger A., Tornell, A., (1999) "The Role of Bank Restructuring in Recovering from Crises: Mexico, 1995-98", NBER Working Paper 7042:1-56

Krueger, A., (2002), "Crisis Prevention and Resolution: Lessons from Argentina", "Arjantin Krizi", National Bureau Of Economic Research (NBER) Konferans , Temmuz 17 2002, Cambridge

Lindbergen, C. J, Garcia G, Saal M.I.(1996), *Bank Soundness and Macroeconomic Policy*", International Monetary Fund, Washington D.C

Lustig, N., (1996) "Mexico in Crises, the U.S to the Rescue. The Financial Assistance Packages of 1982 and 1995", Inter-American Development Bank F34-O19, 1-38

Marshall, D.(1998) "Understanding the Asian crisis: systemic risk as coordination failure" <http://netec.mcc.ac.uk/WoPEc/data/Articles/fipfedhepy:1998:i:qiii:p:13-38:n:v.22no.3.html>

MessMacher, M., (2001), "Stabilization Policies in Mexico 1982-2000", Banco de Mexico, www.banxico.org.mx/siteBanxico/INGLES/gPublicaciones/Seminarios/Ing/dgie/Inconfe2000/Miguel%20Messmacher.pdf

Mishkin, F. S., (1998), *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Addison Wesley Publishers, New York.

Mishkin, F. S., (2001) "Financial Policies and The Prevention of Financial Crises in emerging Countries", NBER Working Paper, 8087: 1-42

Mussa, M., (2002), *Argentina and The Fund: From Triumph to Tragedy*, Institute for International Economics.

Odyakmaz, N., "Para Krizleri" <http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/DTDERGI/mart98/parakr.htm>

Ortiz, G., (1991), "Mexico Beyond the debt crises: Toward Sustainable Growth with Price Stability", içinde Lessons of Economic Stabilization and its Aftermath. Derleyenler, Bruno, M., Fischer, S., Helpman, E. and Liviatan, MIT Press, London

Perry, G., Serven, L., (2002) "The anatomy of a Multiple Crises: Why was Argentina Special and What can we learn from it". www.wbln0018.worldbank.org/LAC/LAC.nsf/0/

Pinheiro, A. C., Gill, I. S., Serven, L., Thomas, M. L., (2001) "Brazilian Economic Growth, 1900-2000 Lessons and Policy Implications", GDN Konferans, 12 Aralık.2000, Rio de Janeiro

Pou, P., (2002), "Argentina Crises", NBER Konferans, 17 Temmuz 2002, Cambridge

Sachs, J., Tornell, A., Velasco, A., (1995) "The Collapse of the Mexican Peso: what have we learned", NBER 5142: 1-57

Schwartz, A. J., (2001) "The IMF Infirmary", <http://www.somc.rochester.edu/Oct01/SchwartzOct01.pdf>.

Tornell, A., (2000) "Financial and Monetary Policies in an Economy With Balance Sheet Effects", <http://econ.tau.ac.il/research/sapir/Tornell.pdf>

Torre A. D. L., Yeyati E. A., Schmulker S. L., (2002) "Argentina's Financial Crises: Floating Money, Sinking Banking", World Bank, E54:1-37

United States General Accounting Office, (1996), "Mexico's Financial Crises Origins, Awareness, Assistance, and Initial Efforts Recover", General Accounting Office B 261008:1-171

www.bcb.gov.br, veri sistemi

www.imf.org, veri sistemi

www.mecon.gov.ar, veri sistemi

www.bcra.gov.ar, veri sistemi

<http://www.banxico.org.mx/gpublicaciones/mexicaneeconomy/mexecon96>

